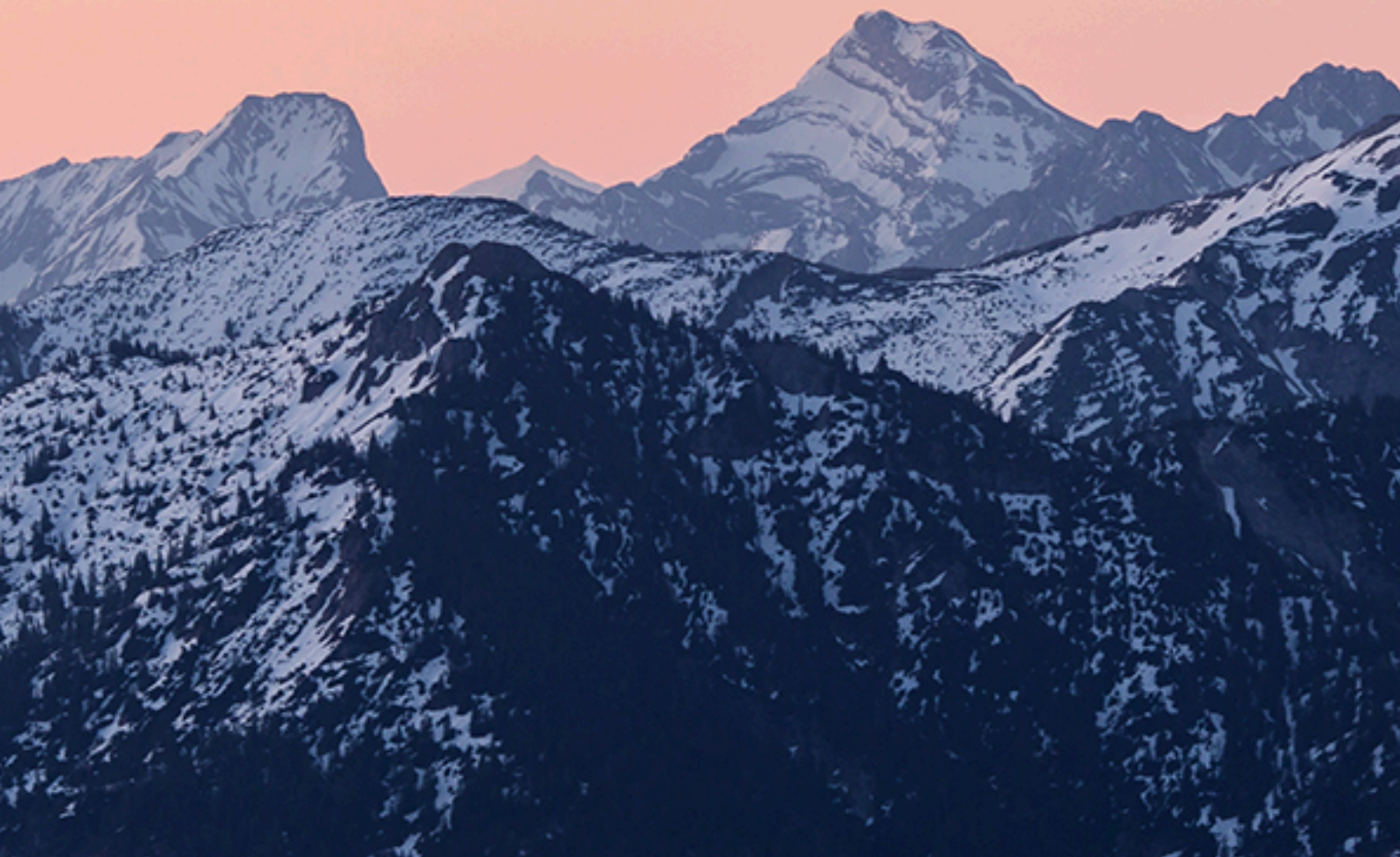


2024上半年

Bool资本不眠

债券股票学习资料

一些投资理论思考
一些债券股票小知识
致投资者的信（节选）



序言	3
投资理论思考	3
从潜在收益到逆向投资（2019.1）	3
从债券到股票，清晰认识投资（2019.9）	8
调整时，展望2023债市（2022.11）	10
信息瀑布，放大债市波动（2022.12）	11
买了理财要盼着经济不好吗？（2022.12）	14
投资，不过是与周期共舞（2023.1）	16
靠常识发现定价错误（2023.4）	19
债券与债基	21
长债和短债	21
选哪个，信用债还是利率债？	21
债市明星：7-10年国开债	22
好的债基，通常有这两个特点	22
债基季报，你会读吗？财富就在其中	23
债基轮动，有意义吗？	23
哪类债基，有股性？	24
信用债明星：二永债	24
债市，怕什么？	25
债券久期，与到期时间有什么区别？	25
选债基，看夏普比率	26
信用债，都有哪些？	26
拆解固收+，自组固收+；既方便，又灵活	27
可转债回调，未来怎么看？先要理解它的特性	27
债基的杠杆	28
债券，为何波动	29
定期报告节选	29
A股赚钱为什么这么难？	29
股票方法论	31
负向螺旋：终会结束	33
市场的钟摆效应	34
红利策略解析	35
BOOL读《红楼梦》	37
通达人生的刘姥姥，对大观园意味着什么？	37

序言

路漫漫其修远兮，投资一直在路上；从业越久，越感学无止境。

答疑反馈，15668495959（短信较为合适）；微信：booltf。

投资理论思考

此部分节选自过往文章

从潜在收益到逆向投资（2019.1）

第一部分

对现金流没有影响的价格波动对预期回报率的影响

我们先抛开股票，从债券现金流的角度讲一下标的的上涨和下跌对未来预期回报率的影响。

假设一支面值100三年到期债券，年息是5%。

	第一年现金流	第二年现金流	第三年现金流	年化收益
债券价格 100	5	5	105	5%
债券价格 105	5	5	105	3.23%
债券价格 95	5	5	105	6.9%

如果我们在市场用100的价格买到这张债券，那么如图未来三年的年化收益率为5%。如果我们用105的价格买入这张债券，我们的未来三年的年化收益率为3.23%，我们能看出来用较高的价格买入到期收益下降很快，这是因为债券未来三年的现金流是确定不变的。同理，如果我们用95的价格买入这张债券，我们未来三年的年化收益率6.9%，用较低的价格买入到期收益增加很多，也是因为债券不变的现金流情况。债券的波动受经济、货币市场和发债主体信用变化影响，我们暂且先不考虑这些因素。另外，价格波动导致年化收益的变化的计算方式我们也先不讲，多一个公式多一份烦恼，大家能理解价格波动对未来预期收益的影响就可以了。



因此，对于债券，价格上涨，债券的到期收益率下降；价格下跌，债券的到期收益率上升。

股票一定程度上可以看作是一种特殊债券，当股价下跌的时候，如果公司的经营情况没有变化，未来产生的现金流没有变化，则相当于到期收益率提升。

用另一种简单的思路来理解，则是在股市下跌的时候，市场整体市盈率下降，估值上从高估或者合理进入到低估或者低估极值附近，股息率提升，整体市场未来预期收益率提高，这时候吸引长期的聪明资金进入；当股市上涨的时候，整体市盈率抬升，估值从低估到合理或者进入高估阶段，股息率下降，整体市场未来预期收益下降，长线投资者离场，这时候赚钱效应吸引跟风者进入。当然，这有一个前提假设，便是单纯市场的涨跌并不影响到公司的未来现金流。

这里有两个观察问题的方式：短期波动视角和长期潜在收益视角。从短期波动视角来看，永远关注的是最近涨跌，很多人烦恼的最近这一波上涨没抓住、一波下跌没规避、一个题材没参与之类的问题都属于短期波动视角看待股市带来的。所以他们频繁做短线，随着市场起起伏伏在忙忙碌碌而很难盈利。长期潜在收益的视角，是通过计算未来预期收益率的方式，分析当下市场，数据显示未来一段时间有利可图的情况下，做出买入动作；数据显示未来一段时间利润较薄的情况下，卖出或者减持。这种视角下的投资与前一类有着较大的区别，主要表现在理性、逆向、长期这三个方面。

股票 <u>pe</u>	现在利润	第一年利润	第二年利润	第三年利润	期末退出 <u>pe</u>
10	100	110	121	133	15
8	100	110	121	133	15
15	100	110	121	133	15

如果有一个公司，我们分析未来三年每年年利润增长10%，并预计退出市盈率在15倍，那么我们分别以10pe、8pe、15pe这三个不同价格买入的话（不考虑分红）：

第一种情况收益 $15 \times 133 / 10 \times 100$ ，三年期末年化收益率为25.9%

第二种情况收益 $15 \times 133 / 100 \times 8$ ，三年期末年化收益率为35.6%

第三种情况收益 $15 \times 133 / 15 \times 100$ ，三年期末年化收益率为9.97%

这个计算很简单的解释了，价格下降，预期收益率提升。价值投资者其实也是低买高卖，只不过是低估买，高估卖，高低估的判断要比趋势上价格高低的判断简单的多，也有效的多。

也说明了，好股也得好价格，才能取得好收益。

买入伟大的公司并一直持有肯定是好的策略，但是如果不管时机，用较高的价格买入的话，未来收益上会大打折扣。比如招商银行，她在07年的时候估值在60倍市盈率，现在估值在8倍多市盈率，哪个价格该买入、哪个价格未来潜在收益高一目了然。

就如同上面我们计算的，在其他条件相同的情况下，8倍pe买入年化收益35.6%，15倍pe买入年化收益9.97%。现在市场不好的情况下，18年很多股票就是在股价下跌

续下跌到8倍甚至以下也是有可能的，但同时也说明市场下跌不到8倍亦是非常有可能的。我们从如下几个角度再作一下深入的思考：第一，现在入场就算是市场真运行到8倍估值的区间，不过是被套10%左右，有那么可怕吗？但是如果我们坚持不入场如果市场好转，我们在13倍估值追入的话就会怀念现在的机会了。第二，时间是优秀股权的朋友，随着时间的流逝，优秀上市公司业绩增长，估值没变的情况下其实股价是在抬高的，所以我们等待是要付出时间成本的。第三，现在市场不同于14年市场的是，市场的开放程度加大，现在港股通持有沪深A股的市值接近7500亿，已经大幅超过了融资持仓额度；A股总有千般孬，估值很低是她好，可预见的外资流入依然会凶猛，这是改变市场生态的事件。

所以，我们认为现在就是最好的机会点：买入优秀的公司并记得在市场继续萧条的时候分红再投入。

第三部分

高买低卖的心理解释

股票赚钱是因为低买高卖，亏钱是因为高买低卖。都知道低买高卖才能赚钱，为什么做着相反的事情呢？为什么说大部分人做着相反的事情，我们都知道1赚2平7亏的俗语，既然大部分都亏钱，肯定是因为高买低卖。

我们从入场之前开始回忆，有多少人是因为做了风险收益的分析觉得有利而进来的，又有多少人是因为看着别人赚钱而被吸引进来的。从我接触的诸多投资人来说，第一次入场无一例外是因为市场的赚钱效应。某个以前看不起的朋友今天又收获了一个涨停板赚了一年的工资、某个新闻中的年轻人因为投资股票改变了自己的阶层，诸如此类。所以，这样走进投机市场的人有两个特点：第一并不明确自己在参与的投机有多大风险；第二他们都有一个要效法的对象或者是要超越的参照物。

这是人趋利的一面，是人进化过程中取得食物的倚仗。就如同羊群，往草肥水美的地方移动。所以看到不如自己的人在市场赚钱的时候，看到如此容易的捡钱机会，蜂拥而入分一杯羹；为什么要强调看到“不如自己的人”这个形容，不过是因为人都觉得自己比别人强罢了。这反映在投机市场便是冲动交易。

我们说了盲目走进投机市场的人的两个特点，第一个特点是不明确参与的投机有多大风险，所以他们也没有作好应对风险的准备。这时候，当浮亏或者说不符合预期的事情出现的时候，另一个动物的本性又暴露出来，那便是逃离风险。这也是人在进化过程中形成的自保习惯，先人面对野兽或者天灾，及早逃离才可保命，对不熟悉的情况也是早点逃走。这反映在投机市场上便是一浮亏便害怕，冲动止损。

所以我们看到了最经典的循环：一涨就买，一买就套，一套就割，一割就涨，一涨就追，追了又套。这个无限循环成了大部分投资人终其一生无法打破的命运。作为动物学会的趋利避害习惯行为成为了我们在投资市场的枷锁。

也会有人反驳说自己不割肉了，套了就抱着。这是上述循环的进化，人总是在不断地学习和反思的，当发现经常割肉的股票又过段时间就涨回来后，索性套了就等着解套。可是这个进化对吗？还是在拼运气，运气好抱个好公司过段时间涨回来了，运气不好抱个15年的全通教育，用上一生去等待吗？

我们回到盲目走进投机市场的两个特点，第二个是他们都有一个效法的对象或者说要超越的参照物。这就可以解释为什么在熊市没有多少人对投资有兴趣，因为没有赚钱效应在刺激他们。所以熊市越久，成交愈加低迷，虽然其中专业分析之下蕴含着巨大的机会。为什么会这样呢，我们说到动物性的另一个方面，那就是短视。作为动物下一顿饭才是最重要的，大部分人也将这个习性带到了投机市场。我们跟大家讲市场价值、未来收益的时候，经常遇到投资人问明天市场会怎么样、下周涨吗？你告诉他三年可以翻一倍，他却只关心明天是不是能做一个高卖低买。

巴菲特和芒格都互相称赞是非常理性的人。作为理性的人，其实就是摆脱了这些趋利避害的频繁交易，并通过长远眼光思考问题。

房子是较好的资产，其产生租金现金流，是过去二十年来中国人最热衷的投资。不过我们也要看到，16-17两年房地产交易变得异常拥挤，因恐慌而投资的人变得非常多。“再不买入就被现代社会抛弃了”，一如07年时候的股票市场。我们回忆起来，多年来其实一直有看空房地产的声音，但最近一轮大涨之后几乎没有看空房地产的声音了，那么跟所有的标的一样，当所有人以前不看好的都买入之后，新的购买力量和支撑力量在哪里呢？房子有两个属性，商品属性和投资属性，如果单纯分析投资属性来说，从租金现金流方面大部分房子的价格太高投资潜在收益率已经降到很低了；不过从商品属性来说，尤其是房子之上蕴含的社会认同、户籍、学区方面来考虑，价格便不好判断了。

第四部分

不从众和逆向投资

为什么从众心理如此普遍，在长久的生存竞争中，人是欠缺安全感的动物，从众可以降低风险，让自己处于安全的境地。在潜意识里会这样想“别人都这样做，我这样做，应该不会有错”。这样便有了安全感。除了安全感之外，从众比较省事，省却了我们思考和探索的付出。

在任何领域，从众都难以超过平均，在投资领域更是如此。

既然大部分是亏钱的，大部分人的投资行为是受动物性影响，那么我们做投资就要跟他们相反。这样说对不对呢？肯定不对。我们要做的并不是表象上的表现相反，而是要做到客观和理性。只不过在一些关键点，我们理性的人和他们表象看着正好相反。不从众强调的独立思考，不受或者少受情绪或者他人的影响；逆向投资强调计算长期潜在收益，而不是受短期赚钱亏钱效应影响。

我们以前说过一句话：在期货市场上，少犯错误的人赚多犯错误的人的钱。我们一直以来以为在股票市场上并不适用，因为我们赚的是企业发展的钱。但是有时候我们会多赚一部分钱，她并不来源企业，而是同样来源于别人的错误。熊市群体失落情绪将优质的公司价格打倒，让其一跌再跌，给了理性的长期投资者捡便宜的机会；牛市群体癫狂将股票的价格捧上天，给了理性的长期投资者高位卖出或者减持的机会。市场先生的情绪深不可测，我们不应被他的情绪影响，而应该利用他的情绪来做出对我们有利的决定。

从债券到股票，清晰认识投资（2019.9）

格雷厄姆和多德的巨著《证券分析》被公认为投资领域的“圣经”，它在混乱的时代给出了投资正确的指引，且这个指引历久弥新。投资是一份专业的工作，《证券分析》无疑是意图进入投资领域人士的第一教材。但本书开篇相当篇幅在论述固定收益和优先证券，给非专业读者造成了相当大的困扰，导致相当多的学习半途而废。

那么，能不能跳过固定收益部分，直接去阅读普通股投资理论呢？这是一条看似可行的捷径，然而不论是投资过程中还是学习过程中，常有“欲速则不达”的现象，捷径多不可取。《证券分析》写作时期，债券被认为是靠谱的投资而股票被认为是投机。为了给投资以正确的定义，格雷厄姆详述债券投资的过程，并将相似过程实践在股票，证明在股票上亦有投资且价值可观。

所以，理解固定收益是进入投资领域的基础，在此基础上才能更好的理解价值投资。《证券分析》关于固定收益的论述虽有其时代烙印，却是给我们展示了应有的学习和思考过程。

一 从债券现金流到实体自由现金流

投资是为了获得未来的现金流，就算是最简单的银行存款，也是为了获得存款利息带来的现金流。

我们以一张5%付息债券的现金流为例

	第一年现金流	第二年现金流	第三年现金流	年化收益
债券价格 100	5	5	105	5%
债券价格 105	5	5	105	3.23%
债券价格 95	5	5	105	6.9%

债券按其条款，实现上图的现金流，这时候我们发现不同的买入价格这张债券年化收益有着巨大的差别。以95的价格买入并持有到期，年化收益达到6.9%；而以105的价格买入并持有到期，年化收益不过3.23%。不同的买入价格结果大相径庭。所以格

雷厄姆曾给专业投资者一个原则，“几乎每一个证券都可能在某个价格水平上具备投资价值，而在另一个价格水平上则不值得投资。”

债券有付息和还本现金流，股票代表的公司则有自由现金流，公司自由现金流是可供股东和债券人分配的最大现金额。将未来自由现金流贴现到现在，便是现在计算公司内在价值的方法。市场价格与内在价值的位置，可以看出资产是高估还是低估，也可以看出安全边际大小。

以过高的价格买入资产，会使我们的优势荡然无存。在股票领域，则更明显。《证券分析》在论述内在价值的时候说过，“对于高等级债券，因为价格飞涨以至于严重威胁本金安全的情况非常罕见；但在普通股领域，因为价格飞涨而导致本金损失便可能会频繁地出现。”

二 可转债的投资案例

如果认为《证券分析》开始较为难懂的固定收益部分是可以跳过的话，在投资过程中也会看不懂或者错过很多机会。我们以13年末的中行转债为例，13年末中行转债价格96左右，14年中、15年中、16年中的债券现金流分别为1.4、1.7、106。不用作过多计算，我们便知道这是一笔并不会亏钱的买卖，毕竟中行不可能倒闭。但如果联系当时的实际情况，14年初余额宝的收益最高到6%左右，也会发现如果单纯看纯债价值中行转债并不吸引人。

当时，中行转债如此低的价格，是市场忽略其转股的期权价值。因为长期的熊市，市场普遍对股票失望。这从中行转债的转股溢价率一度低于零便能看出来。

市场先生就是会给这样的送钱机会，中行转债无疑是最好的选择标的，不论你是看好低估的银行还是想赌一把期权价值，甚至只想做债券投资。因为转债溢价率低于零，当时可转债获得了股票一样的向上弹性，但向下空间已经几乎没有。

低于100的可转债仅仅是债性凸显，低于100且转股溢价率低于零具有相当大的向上弹性，可遇不可求。但高于130的可转债向下弹性和向上弹性都会跟随正股打开。不同价位的同一个资产，代表着不同的内涵。

《证券分析》的第一版虽然写作时间至今已经过去了80多年，基本的原则和分析方法却从未过时。14年初的可转债机会大家或许记忆模糊了，但18年末的可转债机会却刚过去不久，或许有人争辩说去年末有AAA级可转债低于100且转股溢价率低于零吗？要活用知识懂得变通，去年末是在85-90价格附近“摊大饼”持有分散低价可转债的好时机，分散低估同时下有保底也是格雷厄姆喜欢的机会。

对于熟稔《证券分析》的投资者来说，历史一直在重演，好机会经常光顾。

三 股票代表着什么

“如果投资者在评价一只股票时，能采用评价自己企业的态度来对待，那么他就可以凭借个人经验和成熟的判断来投资股票。”

价值投资者最喜欢分享，从格雷厄姆到巴菲特都是“布道师”，因为他们不将股票看作赌场筹码，亦不认为自己是在参与零和游戏。将股票当作筹码，无疑是投机者的做派。格雷厄姆在书中上来就与其划清界限，“投资运作是根据深入的分析，承诺本金安全以及回报率令人满意的操作方式。不符合这些条件的操作则是投机。投资运作是可以在定性和定量两方面均被证明合理的操作。”

我们在现金流方面分析了债券和股票的具有相类似的内涵，也发现投资过程中会有风险小、收益高的机会。那么债券和股票的不同点又是什么，为什么长期来看股票投资会胜出呢？

如果说债券是一种债务索取权，那么股票便是一种资产索取权。资产索取权包含两个方面，一个是现在的资产（清算价值），一个是未来收益权。债券并没有对未来收益的索取权限，所以在经济整体发展的情况下，债券投资的收益长期来看并不如股票。

长期视角之下，这个观点没有问题，但有时也会出现整体股票高估而投资价值不如债券的时候。到时候我们要记得格雷厄姆还教过我们一部分股票、一部分债券平衡持有的老办法。

调整时，展望2023债市（2022.11）

最近债券大跌，传导到了理财市场，导致银行理财净值普遍下跌，所以引发了广泛关注。

一时间，恐慌情绪占据了主流，很多市场人士认为债券市场会产生半年以上的调整，现在的债券熊市才刚刚开始。对此，我持有不同的观点。

我认为，这波债券市场调整，仅仅是一次多因素叠加导致的快速下跌，是单纯的债券走了一段牛市后的市场调整，而不是熊市的开始。展望明年债券市场，我也不认为会走熊，而是会走慢牛。

地产复苏，对债券市场影响

金融支持地产政策落地，地产公司融资得到支持、保交楼融资得到保障，这些都指向明年的地产有望从低位复苏。地产的复苏，会带动利率的上升，这是现在最重要的看熊债市的逻辑。

这个逻辑没有问题，但对地产的复苏程度有所高估。地产从底部复苏，更确切说是见底后小幅回暖，而不是大幅上行，地产行业现在来看没有大幅上行的能力。小幅回暖的地产，对社融和信贷的拉动是有限的，所以利率的上升也是极其有限的。地产复苏会引发债券熊市这一条，是高估了地产复苏的节奏。

2023资金面，依然偏宽松

因为美国等发达国家加息，抑制了他们的需求，所以未来一段时间我们的出口会持续有压力。这种情况下，需要居民消费底部转好和投资增加来拉动经济，资金面就不能偏紧。

再加上我国通胀水平较低，并未出现过热风险，疫情也还未远去，还需要货币政策的配合来维持经济和稳就业。

虽然资金面宽松的空间不大，但也不会转向，不会过度收紧，最后维持中性略微宽松的状态是大概率。

2020年11月以来，债券走了两年的大牛市，很多投资者习惯了在牛市框架里思考问题，所以一遇到调整就会手足无措。

这波下跌后，近两年的大牛市告一段落。但经济、资金面又不符合债券市场走熊的条件，我们判断最终会导致债券市场走慢牛。

债券慢牛，理财市场也会稳健很多，我们不要因为一次波动就否定它。适应市场、利用波动才是优秀的投资者。

信息瀑布，放大债市波动（2022.12）

进入移动互联时代以前，我们从来没能如此方便的接触到如此多的信息。信息量的爆炸，也导致信息瀑布，更容易影响到每一个人。

信息瀑布，指的是人们做出抉择并不是依靠自己的判断，而是依靠自己的所见，它是羊群效应的重要原因。

举例来说：一个人打开手机，发现刷到的内容都是喊着赎回理财的，就算他此前没意识到这个问题，看多了之后也会认为这样做是对的，并倾向跟随。

信息，从主动寻找到被动灌输

11月中旬开始，债券大跌、理财净值回撤，进而引发赎回潮。在搜索指数上，这个事件是如何演变的呢？

11月债券下跌之后，债券的搜索指数立马飙升，随后持续高位。理财的搜索指数滞后于债券一两天，稍晚一些达到高峰。这与理财净值更新稍慢有关。

此后，债券和理财两个词，都再次经历了几次搜索指数提升，但债券明显低于理财。显示主要的目光已经从债券移向理财。

看这两个词的搜索指数，除了第一波和第二波之外，第三波和第四波峰值很低，是热度过去了，大家都不关心了吗？并不是。而是大家已经不用去搜索，就能获得足够多的信息了。

检索发生了什么？是第一个阶段。被疯狂灌输相关信息，是第二个阶段。在第二阶段，主流媒体、自媒体、普通人，都开始大量生产关于债券和理财的相关内容。你只要打开手机，就可以看到相关内容了，所以检索频率自然降低了；不同于主动检索发掘，第二阶段是被动的，信息瀑布到来。

恐慌阶段，共鸣与传染

不知大家意识到没有，这信息瀑布，是有引导作用的。它总是强化你的观点，或者放大你的忧虑。

选择性报道，和夸张的表达，是信息吸引目光的最好方式。所以我们看到“西安银行理财大跌33%！”这样的报道。

其实这个报道是错的，西安银行把7日收益年化后是-33%。一年50多周，所以事实是这款理财一周跌幅0.6-0.7%之间。

当然，-33%的时候大家争相报道，故意隐去计算方式，来放大担忧。许多客户真被吓到了，真认为到期后亏损会这么多，甚至开始有了归零担忧。

为什么不报道周跌幅0.6%呢？大家都这个跌幅，报道这点是吸引不到目光的。7日年化在非货基产品上就不应该使用，这个错是银行的，因为他们引入7日年化概念，在债券牛市也吸引了客户。

这就是移动互联和自媒体时代，信息的生产方式。每个人看到的信息，是一面镜子，照见的都是自己的渴望与担忧，共鸣在其中。

写文章之后，我能清晰地从评论中看出当下的信息走向。一时间很多人认为“债券下跌、理财亏钱，是赶资金到房市”，过一段时间又有人认为“这是一个局”。各种观点相互传染，然后孕育新的观点。

而最严重的，是九分真一分假的报道。比如有的媒体，所列的所有论据都是对的，概念也都是对的，结尾甩出一个惊人的结论。明眼人能看出论据并不支持推导出论点，读者一般无从分辨，所以此类报道特别唬人。

这些观点，吸引读者的同时，也带来了卖出行为。这也是为什么熊市末期总是跌的很快，从众行为的恐慌卖出砸出最后一个大坑。

在传统的金融心理学或者行为金融的研究中，大部分到此就结束了。结论是：信息瀑布和羊群效应放大了市场的波动，投资者应该利用羊群效应，而自己应避免从众。它们将市场后续的回归正常归结为市场的调节机制。

我最近的思考认为，其实并没有就此结束，还有一个阶段。在这个阶段，是对同质信息的疲劳和常识与理性的回归。

趋于冷静，寻找新认同

羊群效应是阶段性的，而非持续性的。在某一个时间点，羊群效应明显，但过一段时间后，这些一致性行为开始变化，最终朝向各个不同方向。

我把最后的这个阶段总结为：做回自己，回归现实。一开始由于担忧和偏好，我们寻找同质信息，这些信息强化我们；但随着时间流逝，这些信息太类似了，再难刺激到心理阈值。

同质化的不再能刺激到心理阈值，趋于冷静后，会寻找新的认同感，常识、理性、思考开始起作用。

比如会有人思索：“现在是启动经济的关键时期，不会放任出现债灾的！”也会有人拿出历史走势，发现：“过去几十年，债券大熊市跌幅也都有限，最后都涨回来，这才是规律。”

至此，金融心理学的一个圈才算是画完。既要看到信息的夸张偏好、从众心理的普遍性，也要看到大众的纠错行为。

总结

回到债券下跌和理财赎回潮，许多人分析赎回潮会一直持续，持续到市场崩溃。这是建立在错误的假设基础上的。它不会发生，因为市场有纠错机制，投资者在回归理性。

我所看到的，是大家从寻找各种信息，到对各种吓唬人的信息产生厌恶。第一反应是逃跑，但第二反应是解决问题，这就是我们，不要只看到第一点。

买了理财要盼着经济不好吗？（2022.12）

不止一位朋友问我一个问题，“经济向好银行理财会跌，难道买了理财要盼着经济不好吗？经济好转与债券、理财之间到底是什么关系？”

这是一个很好的问题，不仅涉及债券的知识，还涉及到思维方式。债券和经济之间，的确存在着相关性，经济从不好向好转变的时候，债券是会跌。

可是如果你买了理财或者债基，就盼着经济不好，肯定是不可取的，这是思维方式的错误。

债券价格与经济变化的关系

描述大类资产随着经济周期的波动情况，最著名的莫过于美林时钟，它是美林证券于2004年发明的。将经济变化分为四个象限，分别是复苏期、过热期、滞涨期、衰退期。

在衰退期，表现最好的资产是债券；在过热期，债券则是表现较差的资产。从这个角度看，说经济好转利空债券，也不是没有道理。

2022年，受到地产出清、断供风波和各地爆发疫情影响，经济表现一般。这时候，债券市场走出一轮大牛市。

本轮债券牛市持续到2022年10月末。11月之后，出现了三个变化：第一金融支持地产力度加大、第二疫情防控措施优化、第三股票市场见底反弹。

这三个变化指向同一个预期，未来经济基本面大幅好转。债券市场的第一波下跌，就是这个预期带来的。

经济好转，债券价格下跌的原理

要想明白经济变化和债券价格之间的关系，先要理清楚债券价格和债券收益率之间的关系。

比如这张19工商银行永续债，票面利率为4.45%，发行价格为100。也就是说，如果你按照价格100来购买，持有收益率为4.45%。

10月末的时候，这张债券的成交价格为103.45，这个价格对应的收益率为2.4%。

12月26日，这张债券的成交价格为101.43，这个价格对应的收益率为3.5%。

债券价格的下跌，对应着收益率的上升。反过来也一样，债券收益率的上升，对应着债券价格的下跌。

分析经济变化的过程中，各方对收益率的态度，就能明白为什么经济变化影响债券市场价格了。

发债主体方面。经济从低位好转，这时候企业开始增加投资，所需要的资金增加，需要募集更多的资金就需要提高发债利率来吸引更多投资者。

同时经济好转后，企业再投资的风险变小，收益变大。所以企业也可以接受用更高的利率来发行债券。这推高了信用债收益率。

投资者选择方面。经济不好的时候，可以投资的渠道会变少，投资者也变得谨慎，所以会倾向买入更安全的债券。

经济向好的时候，股票市场好转，可以投资的方式变多，资金开始追求收益而不是继续防范风险，所以会倾向离开债券市场。投资者的选择压低了债券价格，推升了债券收益率。

央行和货币政策方面。在经济形势不好的时候，央行为呵护经济，通常采取较为宽松的货币政策，市场流动性充裕。

在经济形势好转的时候，市场资金流动加速，央行会收回部分流动性，防止经济发展到过热。收回流动性的举措会推升利率债收益率。

从这三个方面来分析，就能明白经济从弱到强，债券的确会受到压制。

站在更长远的视角看问题

债券收益率的上升，是经济好转带来的，背后是存量老债券的价格下跌，此前的持有人将承受波动。

如果我们静态看问题，很容易陷入“盼着经济不好，债券继续涨”的心理。其实这是错的，为什么这么说，因为只有经济发展好了，长期投资收益率才能得到保证。

短期的债券价格下跌，换来的是有了更多收益率更高的债券供应，换来的是信用风险的大幅下降。

这就是为什么债市熊短牛长，债市并不是经济好了就一直跌。而是在某个转折点的时候容易跌。这是问题的关键。

过去十年，债券也不过是出现了三次较为明显的大熊市，而这几个大熊市的持续时间也都有限。

我们可以分析经济和债券之间的波动关系，分析框架要完善。但千万不要有，“如果经济继续不好，债市就能继续牛了”这种想法。如果思维方式走偏，走极端，是不可能获得长期的投资成功的。

投资债券市场，最后还是赚的经济发展的钱，只有经济稳定发展，才能持续获得较好的收益。

回到现在，当下市场分析

那么，回到文章开始的问题，现在许多人从经济强预期好转来推到债券熊市，看似是正确的。

但其实这里边有一个较大的问题，这个前提是有条件的。第一强预期快速到来、第二经济迈过复苏阶段直接到过热阶段、第三央行货币政策转向。在我看来，即便第一点能达成，第二点和第三点短期内也是不会出现的。

根据美林时钟的理论，衰退期先回到复苏期，然后才是过热期。在过热期，债券的表现最差。在复苏期则不然，股票为王，债券次之。

为什么会有这么多人，依据经济好转预期来推到债券走熊呢？我觉得很可能是受到美国近一年债券市场走势的影响。

美国投资级公司债券ETF从年初开始大幅下跌，最高跌幅高达25%。就是因为美国经济从衰退快速进入过热阶段。

美国债券的走势，是一个特例。主要原因还是疫情期间美联储放水太厉害，推高了通胀后需要收水来控制通胀，才导致了债券市场的大涨大跌。

预计，我国的复苏是较为温和的，也没有通胀压力，所以债市的整体压力要小很多。所以我判断这两轮债市下跌是快熊，是预期导致的，而不是大熊。

总结

经济、债券、理财之间，的确存在着一定的关系。可是市场是复杂的，单纯分析其中一个变量，分析的越多，可能离正确越远。

看大局，不轻易下结论，逆着市场主流想法思考，才能做好投资。

投资，不过是与周期共舞（2023.1）

投资，不过是与周期共舞。经历的周期多了，才发现投资者并不能左右周期，但也并非一味被动，投资者可以选择自己舞蹈的方式。

投资，与时间为友

“一切不过是周期”，多年来，这是我常挂在嘴边的一句话。这句话，一直未变。但我知道，十年前我说这句话的时候，和两年前说这句话的时候，和现在说这句话的时候，心境是截然不同的。

2008年，我说“一切不过是周期”，是想发现周期，预判拐点。想发现什么时候是周期高点，好卖出；想发现什么时候是周期低点，好买入。如同冲浪者，发现浪、征服浪，追求险中大战。

2018年，我说“一切不过是周期”，是在强调周期律的普遍性、客观性。周期就在那里，它来、它去、它轮转。低位不要过度悲观，它会过去；高位不要过度乐观，它也会过去。没有什么“这次不一样”的。

现在，我还在说“一切不过是周期”。但说周期二字的时候，脑中一直萦绕的是时间二字。在时间面前，周期也是没那么重要了。顺周期的时候放大优势，逆周期的时候熬得过去，剩下的交给时间。人不能让时间变慢，我选择感知上迟钝一些；感觉上钝一点，好像时间就变慢了。

投资，要与时间为友。这里有两层意思，第一层是利润的积累需要时间，投资不过是赚取经济发展的红利，不能脱离现实；第二层是不要被动离开市场，不能在周期低点被动出局，如果在市场最低点离开，后边再反弹到高点的时候只会引来情绪的崩溃。

“活下去”，是最好的极限思维方式。不要等到被动到极点的时候，才想到这三个字。晴天备下一把伞，风雨时节方从容。

资产弹性，债务刚性

牛市有多乐观，熊市就有多被动。2021年末，纳斯达克指数涨到15000-16000点一线，一切都是那么美好。

拜当时美联储放水的恩赐，当时市场上融资利率特别低。融资买入美股，普遍的利率只有不到1.5%。

一个投资者，有100万美元，在2021年末用1倍杠杆，买入200万美元的股票，看起来是一笔很不错的投资，毕竟当时股票形势太好了。

但一年之后，纳斯达克指数跌了35%。这时候投资者还剩下65万左右的净资产，资产减少了，但债务却因为融资利息增加了。

而且，这时候，更不好的消息来了，美联储加息后，融资利率也水涨船高了，融资利率从1.5%一年涨到了5%一年。

面对逆周期，资产减少、债务增加，背后是因为债务刚性。当然，如果这一次交易赌对了，也会发生资产快速增值，债务相对平稳的情况。不过，只要一直赌下去，总会遇到逆周期。甚至会遇到超预期的大逆周期，造成不可挽回的情况。许多投资大佬都经历过起起落落，也是这个原因。

“资产弹性，债务刚性”，难道仅仅说的是杠杆投资股票吗？其实它是很普遍的现象。比如房价下跌后，银行要求房贷客户追加一部分担保；比如三年前高价拿地的房企，很多没熬过这轮房市调整；比如猪价高位时候大量贷款扩产的养殖公司，在随后的猪价下跌中亏损严重。

正反馈和负反馈，反转的催化剂

投资过程中，资产价格呈现周期波动。周期遇到人心，就会演化出各种时候看很离谱的现象。

2022年11月中，债券市场大跌；债券市场的大跌引发了理财净值下跌，理财产品净值下滑引发了赎回潮；理财赎回导致更多债券被抛售，进而引发了12月初的债市暴跌。

这就是一条正反馈回路。其实在债市下跌-赎回这个正反馈之前，还有一个债市的正反馈回路。那就是持续两年的债券牛市-银行理财业绩基准提升-吸引更多客户买理财-更多的资金推升债市。牛市的出现，也是得益于正反馈回路。

正反馈，总是顺着短期趋势的方向。除了正反馈之外，金融市场还有负反馈。2022年12月中债市大跌后，收益率提升，有些投资者看到收益率有吸引力后买入，这就是负反馈，它是逆着短期趋势的方向。

我们可以看出来，正反馈是波动的放大器，负反馈是市场的稳定剂。市场走牛的时候，大家都希望正反馈强化；当市场下跌的时候，大家都希望负反馈快点发生作用。

投资者要当心正反馈，不要想当然的认为正反馈会一直进行下去。有时候正反馈的打断，只需要最简单的催化剂。债市的崩盘，可能仅仅是因为股市涨了。股票牛市的戛然而止，也可能仅仅是因为一则消息。一只很有价值的股票三年不涨，但会因为一个小利好几天涨完本该三年的行情。

“市场恐慌的时候乐观，市场乐观的时候恐慌”，就是要做负反馈交易。“追高杀跌”，就是在做正反馈交易。

正反馈到极致的时候，市场是脆弱的。我们需要打造稳健的组合，来用自身的稳固对抗市场的脆弱。

买入大概率，防范小概率

周期，基本上是不可能被准确预测。所以我说与周期共舞，而不说看透周期、更不说掌握周期。

但我们分析周期的过程中，并不是两眼一抹黑。把所有的反馈回路列出来，把可能出现的反转催化剂列出来，也就能找出合力的方向了。

找到了合力的方向，就按照合力的方向去交易吗？并不能。不能按照合力的方向去交易，因为市场短期是不可测的。而是按照合力的方向去配置，同时防范合力外的小概率事件。资产配置的方式要足够稳定，即便市场向着不利的方向运行，也能“活下来”。

一句话，买入大概率，防范小概率。活着，才有幸运降临。
市场并不复杂，复杂的是人心。

靠常识发现定价错误（2023.4）

创造价值和发现价值，是利润来源。对于二级市场交易者来说，发现价值，是利润的基础来源。

市场在不断的波动中，什么是发现价值呢？我认为，所谓的发现价值，不过是寻找市场的“定价错误”。

那么，我们需要首先考虑：“为什么市场会出现定价错误？”

经济学中有“理性人”的假设，金融界有“有效市场假说”。理性人，指的是作为经济决策的主体，既不会感情用事、也不会盲从，而是精于计算、行为理性，一切以经济利益最大化为目标。有效市场假说，一切有价值的信息已经及时、准确、充分地反映在股价走势当中，其中包括企业当前和未来的价值，投资者不可能获得高于市场平均水平的超额利润。

我们认可市场会有定价错误，即是反对有效市场假说和理性人假设。在完全有效市场，所有投资者都是理性的，没有人能获得超额收益；但我们知道，现实中尤其是投资过程中，理性人是少数，多数人的非理性行为是另一部分人超额收益的来源。

市场出现定价错误，并不是坏事。我们所要做的，是利用它，而不是被它利用。

我们看一家公司过去五年的股价走势。2018年上半年从3港元涨到9港元，随后半年跌回3港元；2019年到2021年中从3港元涨到10几港元，然后一年半的时间再跌回3、4港元。

基本面、行业或许有变化，但变化总没那么剧烈。是市场情绪放大了这个变化，导致了股价的暴涨暴跌。

如果我们顺着市场情绪的方向，在高位市场火热的时候做多、在低位市场冷清的时候看空，有多少钱都能亏没了。如果能逆着市场情绪的方向，在低位市场冷清的时候买入、在高位市场火热的时候卖出，盈利是相当可观的。

难点是：发现定价错误，并没有那么简单。

凭什么市场给予的定价，我们能说它是错的？我有一个很好的武器，那就是常识。

贵州茅台股价高位的时候，为了说明白酒高估值的合理性，分析师发明了永续生意下永续增长估值理论；宁德时代股价高位的时候，为了说明电池高估的合理性，分析师将2050年的储能第二利润增长业绩贴现到当下；片仔癀处于股价高位的时候，有拥趸基金经理喊“怕高都是苦命人”。

当用常识不能解释，需要引入新概念来支持价格的时候，基本上就是价格脱离价值的时候。低位同理，股票价格低位的时候“鬼故事”特别多。

去年下半年，农业银行H股跌到不足3倍市盈率、股息率10%。大行市值，不足三年净利润，如何解释呢？如果要说明它的合理性，就需要引入不符合常识的说法，从资产质量黑洞到假利润，都是用到了“阴谋论”、“鬼故事”。

发现定价错误，依靠的是常识。反常识的，通常用华丽的外衣来包装，它们看起来是逻辑自洽的，其实仅是靠归纳、附会得出的。在股票市场被洗刷的越久，我越不信任归纳法。

何谓常识

我们说常识重要，投资依靠常识，但其实常识并没有一个很好的定义。关键要看“识”代表了什么，如果“识”指的是认识，那每个人都有自身的认识，偏见也是一种认识；如果“识”指的是知识，那么拥有常识就是有较高门槛的。

我们不将常识的“识”理解为认识、共识，就能明白获得“常识”是困难的。并不是多数人都能具备常识。

回到金融市场，我们依靠常识来发现定价错误，依靠常识来规范自己的行动。个人知识的有限性和市场的广阔性，是首当其冲的一个无法避免的矛盾。与其淹没在无限中，不如寻找自己的立足点。即我们不可能什么都懂，但可以专注我们懂的；做到懂的真懂，不懂的承认不懂。有些“专家”对每一个波动都能给出一大套解释，都懂，说明都不懂，这种行为要么是在欺骗自己、要么是在欺骗观众。

投资需要首先回归常识，可怕的是回首发现无所归。

市场之所以显得复杂，乃参与者不知自己想要的是什么，或者是想要的过多。每一个股票市场，都充满着荒唐。投资者从始至终不做荒唐事，大概率就能打败市场了。

债券与债基

此部分摘录自部分小红书笔记

长债和短债

纯债型基金可以分为短期纯债型基金（久期在397天以内）和中长期纯债型基金（久期超过397天）。

我们把复杂的概念简单化，可以这么理解：

短债基金，一般投资1年以内债券；

中短债基金，一般投资1-3年以内债券；

中长债基金，一般投资1-10年的债券；

长债债券，主要是10年的国债、国开债；

超长期债券，主要是30年的国债、国开债。

长端弹性大，短端波动小：如果判断利率下行，那么持有长债有优势；如果判断利率回升，那么持有短债灵活。

如果判断不好形势，可以采用不长不短的中间配置法，或者长短都有的均衡配置法。

选哪个，信用债还是利率债？

有不少攒债基的朋友，只信任利率债，认为信用债是有风险的，果真是这样吗？

利率债，可以简单理解为有强大信用背书的债券，比如国家发行的国债、地方发行的地方债、国开行发行的国开债，它们基本上没有信用风险。

信用债，可以简单理解为公司、企业依靠自身实力发行的债券，信用债的偿债能力依靠企业的经营现金流，如果企业自身经营不好会出现信用风险。

不过，现在国内债券市场受到严格监管，能发行信用债的企业普遍信誉很好，要么就是大国企、大央企，要么就是民企龙头，信用债也具有一些“刚兑”的属性，这与其他国家债券市场不同；我们也不称信用债为垃圾债。

债券市场受到严格监管，应该与恒大暴雷有关

这也是为何此轮经济下行，信用债并未出现信用风险，反而跟利率债一起大涨的原因。

债市明星：7-10年国开债

国开债，是国家开发银行发行的债券，因为国开行是政策性银行，所以国开债属于政策性金融债，简称“政金债”。

国开债利率，略高于同期限的国债利率，国开债整体波动稍大于国债。

国开债7-10年，一般指上市流通的待偿期6.5至10年(包含6.5年和10年)的国开债，是中长期债券的代表。

有的债基名字里带着“国开债7-10年”这几个字，它的投资方向就确定了。投资者不需要拿7-10年那么久，而是债基的资产是7-10年国开债。

现在7-10年国开债是明星产品，受到投资者喜爱。它进可攻、退可守，既有不错的债息，也能在波动中获得不错的资本利得。

好的债基，通常有这两个特点

债市每隔一段时间，总会调整一下。拿着优秀的债基，才能不慌。

评价债基很复杂，我们说一点简单的。据我观察，好的债基有两个特点：一是频繁分红、二是经常限购。

债基持有债券，债券每年会有一两次债息到账；债基拿到债息后，可以选择再投资，也可以分给持有人。我有个朋友持有一堆债基，时不时收到分红就去找好吃的。我问为什么不改成红利再投资，她说那样没有获得感，分红花掉好。

限购，则是债基直接限制自身规模增长的方式。我们知道牛市的时候，投资者涌入，如果债基敞开门纳客，能增加规模，但拿到投资之后也需要追高买资产，对于老投资人来说，波动和风险都增加了。而债市一旦调整，那些新进入的投资者又会迅速逃离，给管理人带来困扰。

分红+限购，是债基克制的表现。控制规模，对于管理人来说是减少了盈利，难能可贵。

降低波动、提升持有体验、避免大起大落，才是受托精神，最终会留住长期客户。

债基季报，你会读吗？财富就在其中

所有的债券基金，都会定期披露报告，每个季度一次，年末有年报。

这份内容，是投资最好的攻略，大部分投资者却把它忽略了，非常可惜。

债基定期报告，包含了债基的财务信息、历史净值表现、持仓调仓情况、杠杆运用情况，还有管理人对经济、市场的研判和管理人对投资策略的说明。每一项信息都很宝贵。

投资者可以下载过往数年的定期报告，读的时候回忆一下市场情况，再对照一下基金操作，就能甄别基金管理人水平了。勤读债基定期报告，可以大幅提升投资者避坑能力。

读定期报告，有一定的门槛，但门槛也不会太高；啃完第一本，后边继续就简单了。

投资是一项严肃的事情，仅凭平台展示就做决定买入，那会一直买一些“网红基”。

另外，银行理财产品也有这份定期的投资报告。

债基轮动，有意义吗？

中债-7-10年国开债指数，从4.24开始，最大跌幅1.144%。

中债-3-5 年国开债指数，从4.24开始，最大跌幅0.478%。

中债-1-3 年国开债指数，从4.24开始，最大跌幅0.184%。

看这数据，是不是体会到：最理想的情况，莫过于牛市能拿住长债，回调前能轮动到短债。

如果看到长债涨的好，就追长债；长债回调，就跑掉；那就做反了，这个工具就没有用好。

长债、中债、短债，他们对利率风险的敏感度很不同，所以波动方式也不相同。判断利率和交易拥挤度，是主动轮动的前提。

主动轮动太进阶了，我们提供一个初级被动轮动的方法：长、短都配置，如果长债大涨就减持长债加短债；如果长债大跌就减持短债加长债。

降低回撤幅度，不仅能让投资轻松，长期看也能提升收益率。

哪类债基，有股性？

除了纯债债基外，还有不少产品大头配置债券、小头配置股票或可转债，这些产品也可以看作是债基的一种。

混合一级债基：绝大部分投资债券，小部分投资可转债，可以持有一点可转债转股后的股票，不直接下场买股票；

混合二级债基：大部分投资债券，一部分投资股票和可转债，允许直接下场买股票；

偏债混合基金：可以灵活搭配债券与股票比例，不过债券占大头；

双债债基：投资债券和可转债，可以持有一点可转债转股后的股票。

可转债和股票，波动大一些，所以带股性的这些债基，波动也会大一点，不确定性也多一点。

他们的优势是：理论上长期回报高于纯债，股债之间出现跷跷板时候可以平滑波动。每一次股票市场较好的时候，固收+就会比较火

信用债明星：二永债

翻看债基持仓的时候，经常会发现者某银行二级资本债或某银行永续债，这两类因为性质类似，合称二永债。

商业银行发行普通金融债，也发行二永债，那么普通债与二永债有什么不同呢？

永续债可以计入银行其他一级资本，二级资本债可以计入银行的二级资本。同时，因为永续债和二级资本债是次级债有减记条款，作为补偿，票面利率要比普通金融债高一些。

选取到期日距现在最接近5年的活跃券比较：5年期农行永续债收益率2.55%，5年期建行二级资本债收益率2.5%，5年期建行普通债2.29%。

此前一段时间，不少投资者拉长久期做超长债；现在超长债被监管关注，挖掘优质信用债有望成为未来方向。国有大行二永债，值得关注。

债市，怕什么？

美林时钟理论，把经济分为四个周期，分别是复苏期、过热期、滞胀期、衰退期。其中衰退期，债券为王；复苏期，股票为王、债券次之；至于过热期，则是商品为王、股票次之，同时债券贬值、现金贬值。

经济衰退、货币政策宽松，将导致债牛。

经济过热、货币政策收紧，将导致债熊。

复苏期，债市可能震荡；股票则是最值得投资的标的。

就很清晰了，债市怕经济过热。经济过热的时候，利率上行，货币紧缩，得出债市怕货币紧缩。2016年末债熊，货币政策收紧；2020年中债熊，是当年年初特殊时期放水随后收紧货币政策；2022年末债跌，有些原因是预期放开后经济强反弹。

回到当下市场，有过热吗？没有的。有货币紧缩吗？也没有的。经济处于温和复苏，还需货币政策护航。这是债市无大熊的逻辑。

至于超长债的调整，更大原因是自己前期涨过了头。超长期特别国债的发行，也不会带来趋势性回调的压力。或许会有降准等政策对冲，在利率低位完成发行。

中期无熊，短期震荡。

债券久期，与到期时间有什么区别？

久期，听起来有些抽象，今天我们用大白话拆解一下它。

债券都有到期日，到期日距离现在，是到期时长。用到期时长来描述债券，会遇到一个问题：它没法描述债券的派息高低、派息频率。派息多少，会影响到收回投入的理论时间。

将债息和发放债息的时间考虑进来，即考虑债息现金流后，再综合到期时长，就得到一个综合数值，称久期。

到期时间长，久期就长；债息高，能提前收回一些投入，久期就会变短一些。如果是零息债券，到期时长等于久期。

比如，现在10年期国债活跃券的到期时长是9.79年，修正久期为8.57年；现在10年期国开债活跃券的到期时长是9.66年，修正久期为8.399年；现在30年期国债活跃券的到期时长是29.43年，修正久期为19.67年。

选债基，看夏普比率

多数朋友选债基，喜欢看近期涨幅。这样做，风险不小。债券市场一直在波动，短期涨幅大，恰恰说明调整阶段可能近了。

做债基，面向的是长期和稳健。衡量债基长期综合能力的指标，叫夏普比率。夏普，是一个人名，诺贝尔奖获得者。

夏普比率，是衡量基金承担1单位的风险，能创造多少超额收益；那就明显了，数值越大越好。如果数值为负数，就说明基金没能做出超额，风险报酬比不合理。

需要注意，这是一个长期指标。1年以上的周期，用它来衡量才有意义，这也是为何有经验的都喜欢老产品的缘故。如果选了几只产品，不知道谁好，那就可以比较一下过往的夏普比率，一目了然。

夏普比率的内涵，是用可控的小风险，来获得稳健和可预期的回报。有些产品短期涨幅很高，却难以在长跑中胜出，这是因为它们这个过程中承担了较大风险。

信用债，都有哪些？

近期信用债偏强，那信用债主要包含哪些呢？

回答之前，我们先看一下利率债范围，利率债主要包括国债、地方债，此外国开行、农发行、进出口行的金融债一般也看作利率债，有些软件里把它们显示为信用债，其实与市场共识不符。

可以看出，城投债不是利率债，而是信用债，虽然市场一直认为它信誉很高。除了城投债外，各个产业的公司发行的债券，也是信用债，比如钢铁公司债、地产公司债、煤炭公司债等等，有时候可以分析行业周期来判断产业债价值。

还有，商行发行金融债，分为普通金融债、二级资本债、永续债，近期央行还发行了TLAC非资本债券，它们也属信用债。二永债由于自身次级属性，会有风险补偿，所以利率稍高于普通金融债。

中期票据，是一种创新工具，是非金融企业发行的债务凭证，一般期限3-5年，注册方便、灵活性高。它还有孪生姊妹--短融、超短融。

谈起信用债，大的门类就这些了：城投债、普通金融债、二永债、产业债、中票。信用债都有评级，评级高、信誉高的也称作高等级信用债。

拆解固收+，自组固收+；既方便，又灵活

随着港股、A股走强，“固收+”产品重新变成不少人的心头好。固收+，并不是一个严格的定义，大部分底仓是债券、一部分或者小部分仓位是股票、可转债的产品，都算固收+。

市场里固收+产品不少，混合一级债基、混合二级债基、双债混合债基、偏债混合基金。可是在选择产品的时候，有朋友提出新要求：有的只想配置确定比例股票资产，比如10%；有的权益资产想要什么很明确，比如互联网、消费等细分板块。

完全符合多样化需求不容易，那么可以自己组合固收+。中长债基+中短债基+股票指数基金/可转债基金，激进的可以4-4-2，保守的可以4-5-1。

这样做，还有一个好处，那就是可以轮动。股票熊市的时候，债基比例会提升，可以卖出一部分加股基；股票牛市的时候，股基比例会提升，可以卖出一部分加债基。维持比例稳定，那么在两个市场波动中就有了止盈-加仓动作。

需要注意，这看似简单，却需要真专业才行。开始阶段如果模糊，过程中难免迷糊，后来就乱了。坚持和冷静，不源于好心态，源于知识。

可转债回调，未来怎么看？先要理解它的特性

可转债，即可以按照一定价格将债券转换为普通股的债券。根据这个概念，我们可以看出，它是债券，并且它可以按照特定价格转换为普通股。

1 是债券，就有债性：有到期日，有票息，可以计算出纯债价值；到期未转股的可转债，发行公司需要还本付息。

2 可转债，就有股性：特定价格可以转股，就有转股价值，同时依据正股波动情况也具有期权价值。

综合股性和债性，可以看出可转债“下有保底，上有弹性”。其中弹性部分，要看正股表现：正股牛市时候，转股价值高；正股大幅波动时候，期权价值高。

4月末债市回调，可转债走牛，期间投资方向含有可转债的混合一级、混合二级、双债债基等产品出圈。不过，5.23、5.24两天股市和可转债回调，这类产品也跟随回调。

理解可转债的波动特性，在回调阶段才能从容。从资金面来看，可转债ETF份额未出现下滑，基于此，短期可转债整体调整幅度有限。中长期看，可转债的估值修复进程未结束，还有空间。

债基的杠杆

杠杆策略，是债基的一项基本策略。用较为便宜的正回购资金，进行杠杆债券配置；债券品种和正回购之间有明显的利差，是基础。

杠杆策略，也可以细分，有的是为了息差，有的是判断利率变化博取资本利得，有的是利用杠杆拉长久期。开放式债基的杠杆，最高为140%；封闭式债基的杠杆，最高为200%。

不熟悉债基策略的朋友，可能第一印象觉得杠杆有风险，其实并非如此。杠杆作为工具，用好它才重要。

我喜欢翻看季报，会统计一下每个季度债基的杠杆水平，然后根据债市波动来看这个产品的杠杆策略。有的产品，在牛市如火如荼的时候，加杠杆；有的，在牛市时候慢慢降低杠杆；有的，在熊市时候，仓位降低到八九成；有的，在熊市时候，加了不少杠杆。

比如2022年3季度和2024年1季度，如果这两个时间点杠杆很高，后续的调整就被动了。牛市冷静，降低杠杆；熊市敢买，敢加杠杆；逆向操作，性价比高。追涨杀跌，则会增加波动。

债券，为何波动

债券，是固收类金融工具。但如果我们仅强调其固收性，而忽视其波动规律，就会在其大幅波动的时候陷入被动。

有时，债券价格的波动并不小，它的波动和票息、市场利率、信用等级、到期日等几个因素互相影响。

1 债券的价格，与到期收益率（YTM）呈反向关系；YTM上升时，债券价格会下降；YTM下降时，债券价格会上升。债券价格，对YTM下降的敏感度更大。

2 债券对利率变化具有敏感性，市场利率变化，会影响到债券YTM数值，从而影响债券价格。

3 同等幅度的收益变动，长期债券的价格变动幅度大于短期，即越长端对利率的敏感度越高。

4 信用评级，和信用评级的变化，也会影响债券价格。评级低，潜在波动更大。

波动，是市场魅力所在；理解它，比逃避它有用。

定期报告节选

此部分节选自过去两个季度致投资者的信

A股赚钱为什么这么难？

A股已经不是以前的A股，越早认识到这个现象，越有可能少亏钱。在已经开启了“地狱模式”的市场，过去多年积累的经验并不适用，固守经验或许会成为大亏的原因。

多年前，量化还没有大行其道；数年前，自媒体（短视频）也没成为信息的主要传播渠道。量化带来脉冲式波动，自媒体放大普通投资者的情绪，这两者在以散户为主的市场发生化学反应，使短期市场更为不可测，共同收割短线散户交易者。

如何在“地狱模式”的市场赚钱，需要反其道而行的模式。首先坚持长期主义，其次降低预期收益，再次坚守本心不轻易被无序波动诱惑。

小盘股的期权价值

国内市场，小盘股维持着较高的估值溢价，这点迥异于成熟市场和港股市场。在成熟市场，小公司由于发展的不确定性较高，所以估值水平低于龙头公司；在国内市场，小公司估值高，是因为他们的发展确定性高于大公司吗？我们认为不是。

国内小盘股估值高，有两个原因：其一，历史遗留惯性，在国内经济高速发展的那些年，小公司通常具有更高的成长性；其二，投资者结构，散户通常更喜欢小公司，它们炒作起来涨得快。

可以看出，小盘股在国内具备一定的期权价值，如同国内的军工股（军工重组期权和大订单期权）。小盘股散户喜欢，成交活跃并且估值较高，吸引了量化资金扎堆进入这一领域，量化资金也成为维持小盘股估值水平的力量，且极大的放大了它们的波动。

不过长期来看，量化扎堆的小盘股市场，散户亏钱概率增加；国内经济增长模式从高速增长切换回高质量增长，小盘股的长期估值溢价难言乐观。国内市场的北交所小公司就已经出现估值折价。

信心，从哪里来？

市场缺资金支持，但这仅仅是一个表象，造成这个现象的原因是“缺乏信心”。连续三年疫情，导致群体心理脆弱；地产出清、房地产市场不景气，导致大众抵押物贬值，资产负债表恶化；去年末今年初期待解封后的经济大爆发，当强预期转换为弱现实后，脆弱的心理再次受到打击。

经济、地产、股市、消费，形成了向下螺旋，如何打破向下螺旋就很关键。所以地产限制政策在取消、政治局破天荒提出活跃资本市场，还有蹊跷的南下资金抄底港股。这些想改变现状的政策，就是熟悉的概念“政策底”。

资产价格的上涨，是修复信心最快的方式；收入水平的提升，是促进消费最好的方式。

彩票的火爆

日本在泡沫经济破灭后，彩票和弹珠机吸引了大量民众参与，花费和人数都大量增加，成为一个现象，形成了独特的彩票文化和柏青哥文化。

今年，我国彩票销售大幅增长，8月同比继续增长53.6%，有媒体通过日本经历分析得出“经济不好-彩票大热”的结论。我们认为这一结论是武断的。

今年我国彩票销售大增主要是刮刮乐销量增加，刮刮乐销量增加则是因为刮刮乐机器进商场，触达了以前不玩彩票的群体，主打娱乐（当然概率上讲，这个娱乐不便宜）。

想要得出经济与彩票之间的关系，可以从变量未变化的大乐透或者双色球入手，其实传统产品大乐透销量未能有明显增长。

刮刮乐会不会成为国内的“柏青哥”，现在还看不清晰。刮刮乐摊进夜市、刮刮乐机器进商场，却完成了“前置条件”。

（补注：近期刮刮乐机器不允许进商场了，刮刮乐火热但印刷量不增加）

股票方法论

从收益率说起

预期收益率是多少，决定了投资策略。比如想获得3%的收益率，拉长久期做利率债就可以；想获得4%的收益率，可以考虑产业公司信用债；想获得7%的收益率，可以信用下沉一下分散配置城投债。

至于想获得更高收益，上述债券市场品种就做不到了，只能去所谓的“高风险市场”，比如股票、商品等。

“高风险”，其实是一个不专业的说法，应该说“高波动”更好。承担波动、管理风险，可以看出波动不等于风险。

我们做投资，有两个目标：其一，长期年化收益率10%-15%左右；其二，长周期跑赢沪深300指数。目标一和二是并列关系；牛市跑赢指数不容易、实现绝对收益容易，熊市跑赢指数容易、实现绝对收益不容易，所以这两项是历经周期的长期目标。

我国GDP未来几年增长率预计在5%上下，GDP自然增长率 $\times 2$ ，构成我们预期收益率的下沿。朝着这个数值做专业策略，自然可以避免不必要的风险，也不会被各种离奇波动诱惑。

多数人进入股票市场，会想“我一个涨停板就10%了”。看短做短追求高收益后，波动等于风险了，想涨停板的时候，莫忘市场还有跌停板。

策略

困境反转

我们的主要投资方法是做“困境反转”。企业在不同的生命阶段，会面临各种困境，有些是可逆的、有些是暂时的，但在困境中，市场会把这些可逆的、暂时的困难放大为不可逆与长久的，此时出现定价偏差。

困境反转策略需要留出充分冗余空间，第一预估是否有转向催化剂、第二分散配置、第三长周期平衡轮动。

被动应对

“困境反转”的投资方法决定了我们以被动应对为主，面对市场波动时候倾向弱化自我、弱化观点、弱化主观能动性。以基本面为纲，寻找安全边际和催化剂，用配置和概率做应对，来降低资产波动率。

我们会积极关注宏观，判断宏观走向、预期政策方向，但一般不会交易宏观形势，除非发生较大的宏观变化。

如何面对股市的不合理性

A股是一个复杂的市场，散户参与者众多，也导致发声者众多。投资者非常容易被淹没在信息的海洋中，多数信息是没有价值的、是情绪的表达。情绪随着行情波动，很难做好投资。

我们不需要那么多信息、也不需要过多交流，独立思考、谨慎求证以赚取合理的回报。

股票市场有不合理之处，才有超额利润；如果市场无一毫瑕疵，我们只好买入指数基金赚取平均回报了；利用它，而非一味抨击它。

过往都是成本

历史重要，但经验有时也会是负累。做投资，最常见的思维就是线性外推。比如过去多年维持20%增长率的公司，就预期未来还会维持20%增长；进入新领域的公司，就预期公司在新领域同主营领域同样成功；这些都是危险的预期，导致买入时候估值容忍度提升。一旦预期落空，便是杀逻辑叠加杀估值。

同理，熊市三年多，熊市思维已经深入人心。熊市经验外推深入大家骨髓，所以市场情绪脆弱，一有风吹草动便“先跑为上”，对于中美关系、宏观经济等因素都给予最悲观定价。

危险吗？其实未必。热火烹油的时候追高才是危险的，当然那种时候很久没来了，“一切不过周期”，总有一天还会重复，它还会来。

回看的时候，愤怒、悔恨、豪情皆无用处；过去是数字和素材，它们的价值是用来计算未来概率；认真答题并积极的心态迎接未来。

没有一个冬天不会过去

投资过程中，我们总能听到一句话：“这次不一样。”这次不一样，是想要否定周期。市场涨了很久，大家喜欢说这次不一样，希冀还会继续涨下去；熊市跌了很久，大家不敢乐观、只敢说这次不一样，好像真熬不过去了、这轮周期是没有底部的。

没有哪次不一样，周期才是普遍的；有些周期大一点、有些周期小一点。逆周期布局，也就是逆着市场情绪和大众选择的方向，赔率会更好。当然逆周期布局很难，需要眼光、勇气，更需要反脆弱的策略。

在每一个低点，回归常识，检视公司价值、策略韧性、承受能力。不要等过去了回看，“原来这是个机会”。

坚信“没有一个冬天不会过去”，是态度；考虑好“如果输了怎么办”，是策略；两全，才能避免盲目。

低迷时候要有热情，但不要盲目；热情源于冷静。

A股里的魔幻现象

今年A股不好做，但炒差炒小的投资者大有收获。四季度乱象炒作甚嚣尘上，比如炒作龙字头股票，炒凤、炒麒麟；炒三字头，还炒过东南西北中发白这几个字。后来批量炒最小市值公司。

大家，包括买家，都知道它们不值这个钱；却不妨碍可以赌明天能以更高的价格出给下家。这些股票走势与经济无关，仅仅是赌桌上的筹码。他们理由也很充分，经济不好、只能小赌怡情了。

如果不是专门做炒作的投资者，看到这个现象难免难受，他需要考虑“要不要下场”。不下场，炒小炒差可能继续出现超额收益；下场，又有可能成为最后的接盘侠。毕竟有一个规律，当最理性的都开始不要理性的时候，基本就结束了。

负向螺旋：终会结束

现在很多声音认为经济的困难是不可解的，并将现在的困难长期化、与日本失去的三十年做比较，得出长期低迷的结论。这些分析认为，由于未富先老、未富先衰，所以困难大于三十年前的日本。其实并非如此：

- 日本资产泡沫破灭前夕，东京低价相当于全美低价、股票市场市盈率高达70倍，我国现在资产没有这种泡沫水平。
- 日本作为外向型经济体，依赖美国；政治没有自主权，也依赖美国；缺乏政治、经济自主权，又与美国形成直接竞争，情形比较特殊。
- 国内产业链完善，科技应用仍然处于爆发期。
- 国内货币政策和财政政策谨慎，力度不足；换一句话说，非常时期可动用工具多。

相似的地方有，却难等而观之。现在断言会有消失的几十年和长期资产负债表缩表，为时过早，也过于武断。现在是寒冬，身处其中自然寒冷，不过还需相信没有一个冬天不会过去。

对政策怀疑已成杯弓蛇影之势，过分定价，离反转就不远了；我们判断股票和债券皆处于大转折点。

疑问：“为什么都没钱了？”

现代货币制度下，资金是凭“空”而来的。这个“空”是信心，决定有没有信心的是商业活力。经济形势好的时候，老板们花钱如流水，但赚钱也如流水；现在老板们精打细算，花的少了但赚钱也变得愈发困难。

不需要分析是先花的少了、还是先赚的少了，两者一直交织在一起。一个人的消费是另一个人的收入，当大家都不消费的时候，集体收入自然难以提升，形成循环。所以凯恩斯提出消费爱国，前几年疫情期间文在寅也喊“消费就是爱国”。

国人有储蓄传统，经济一旦有不确定性，增加储蓄成为群体选择。这一选择无疑降低了消费规模，无形中增加了经济压力。所以我们现在看到高层会议多次提到面临的首要困难是“有效需求不足”。有效需求不足，影响国内循环为主体的计划，这是未来几个月必须要解决的问题。

人口问题，挑战多大？

国内跑步进入老龄化社会，出生率甚至有向韩国看齐的趋势。2023年出生率会出现最低点，我们预测2024年会边际好转、但数据不会大幅提升。2022年结婚对数下降了10.5%，2023年前三季度则是小幅增长。

2023年是出生率低点，虽然2024年预测出现小反弹，但不改处于低点的整体态势。现在来看，人口问题是不可逆的。

现在人口出生率低，要产生较大的影响是在未来，对当下影响较小；不宜把长期挑战作为当下难关。长期困难短期线性回归后，给予定价，并不合理。

人口问题对经济的影响是深远的，老龄化制约总需求规模，需要政府部门提前未雨绸缪；相较于投资者的忧虑，政府部门对出生率下降的担忧程度明显不够，这或许是因为长期计划生育所遗留的成见还未能消除。不能期待未来生育率好转，回归自然老龄化路径；而是积极努力，促成回归自然老龄化路径。

市场的钟摆效应

格雷厄姆提出“市场先生”的概念，市场先生的故事说的是：

“设想你在与一个叫市场先生的人进行股票交易，每天市场先生一定会提出一个他乐意购买你的股票或将他的股票卖给你的价格，市场先生的情绪很不稳定，因此，在有些日子市场先生很快活，只看到眼前美好的日子，这时市场先生就会报出很高的价格，其他日子，市场先生却相当懊丧只看到眼前的困难，报出的价格很低。另外市场先生还有一个可爱的特点，他不介意被人冷落，如果市场先生所说的话被人忽略了，他明

天还会回来同时提出他的新报价。市场先生对我们有用的是他口袋中的报价，而不是他的智慧，如果市场先生看起来不太正常你就可以忽视他或者利用他这个弱点。但是如果你完全被他控制后果将不堪设想。”

这则寓言形象的阐明了投资为什么需要逆向思维。A股市场，由于散户投资者多，且机构行为散户化，所以市场的钟摆效应更为明显。群体性情绪高涨和群体性情绪低迷轮转，导致市场经常运行到极限位置。

正确理解政治

投资，理解政治并不重要。

投资，不误解政治很重要。

年初市场下行时候，会有诸多关于政治之批评。如果批评来得不客观，可能就会在低位割肉，可能就会在最低位陷入虚无之中。随之而来的反弹，如何自处呢？

看到政策不及预期，也要想到政策可能在危机时刻及时调整。

很多时候，投资者、市场人士不理解、想不通；更可能的原因是自己有不切实际的想法。一些风险，不是黑天鹅、而是灰犀牛；黑天鹅是小概率不可预见的、灰犀牛是大概率可预见的。遇到事情，先从制度和体制方面去认识，而非从经济、资本方面去认识，会少很多误解。

之于股票市场，我们弱化自身能力；之于更高的政治，我们更需弱化自身能力。

红利策略解析

高质量发展下：高成长具有稀缺性、高分红相对价值凸显

关于国内经济，每个人都有自己的看法。不论是乐观者、还是悲观者，都同意一点：那就是过去的高增长已经过去了。

官方也有定性，即：经济增长从高速发展向高质量发展转变。先不谈高质量，没有高速增长发展了，是明确的。

这是很正常的事情，是所有经济体经过一定程度发展、壮大后必然的结果。

那么，这对投资有什么影响呢？买股票就是买一份资产的未来现金流相对于现在的贴现。首先，经济增速降低，对应着整体未来成长降低，现金流降低；其次，经济发展转向中低速高质量，那么无风险收益率下行，贴现率也降低了。分子分母同时降低，对股票价值的影响有可能是提升、也有可能是降低，这需要看分子分母变化幅度。

高成长变得稀缺，高分红变得有意义，便是经济发展转变后市场的状态。

即便之后经济形势好转，成长股的涨幅也大概率不比从前。换言之，价值风格吸引力提升。

整体成长性降低，那么确定性的高成长将鹤立鸡群，这一定程度上可以解释为何市场找到AI这个爆点方向后就炒作不停。

至于高分红，高股息率，则是因为无风险收益率下降，股息率高于无风险收益很多后价值提升，估值模型从DCF转为DDM。

新经济模式、高质量发展格局下，投资的两个方向是明确的。成长稀缺后，挖掘困难，红利型投资相对简单，应成为首要的投资者思维方式。

我所谓红利股，并不是强调传统红利板块，比如煤炭、石油、电力、高速、供水、运营商等。每一个业绩稳健、高分红具可持续性的公司，都是好标的，可以称作泛红利策略：核心是因高分红提升净资产收益率。

泛红利：关注现金流与资本开支

高速发展时代，企业有扩张冲动，喜欢跑马圈地，资本开支高企。

高质量发展时代，随意投资、扩大规模可能不具备经济性，资本开支谨慎，现金流出水平远大于资本开支水平，冗余现金分掉是最高效的选择。

净资产收益率，等于净利润/净资产。假设一个公司净利润保持不变，且没有分红，那么分母不断增加，导致净资产收益率数值下降。港股里许多家族企业，面临这种情况也不增加分红，而是现金存银行，存银行利率小于无风险收益、更远小于净资产收益率，久而久之导致资产配置效率低下。因分红而导致净资产收益率提升，才是高效的企业资产配置模式，也是投资方向。

Bool读《红楼梦》

通达人生的刘姥姥，对大观园意味着什么？

此部分选自过往文章（2023.4）

——读红楼，与投资有关系吗？

《红楼梦》里的大观园是一个理想乡。它独立于世俗之外，居住着青春诸艳。是富贵地，是脱俗的，但曹公偏于紧要处，花费几回笔墨，引入刘姥姥这一人物，让她遍游大观园。试问，除了刘姥姥，其他书中明写的遍游大观园的都是谁呢？贾政携宝玉题对额是一次、元妃大观园省亲是一次。可见，刘姥姥在最高领导贾母陪伴下遍游大观园，是一件很重要的事情。刘姥姥是主线人物。

寻常眼光，看刘姥姥进大观园，如短褐赴盛宴；短褐，劳作时衣服，赴盛宴不相宜。用林黛玉的话说“携蝗大嚼图”，直以“母蝗虫”视之。好像刘姥姥是美好图画의 侵入者，带来了不和谐，留下了酒气臭屁，破坏了美。但事实却是正好相反，大观园幻灭后，“那个姥姥”以保护者的身份再次入场。曹公这样写，是反笔。欲出之、扬之，先抑之。

大观园的源头污水

大观园是世外的，但现实的污染一直在侵袭它。刘姥姥是真和善的，如此她是带不来污染的。既然真、善，那她也是美的，入大观园是相宜的。

大观园真正的污染源，在它建造的时候就写明了。“东边一带，借着东府里花园起，转至北边，一共丈量准了，三里半大，可以盖造省亲别院了。”东府花园，是会芳园，是贾珍胡来的所在、贾瑞觊觎凤姐的所在，大观园的水就是引自会芳园。贾赦住在荣国府旧园，其中的竹树山石、亭榭栏杆等都移入大观园。造园，最重要的是水和山石树木，一个来自贾珍、一个来自贾赦。

贾赦，袭一等将军，老来满屋子小老婆，还算计贾母的丫鬟；贾珍，袭三品将军，贾家族长，有聚麀之乱。贾家最不靠谱的两个人，他们的物件却是组成大观园的主要部件。大观园，还没开始建造的时候，就注定了“先天不足”。

大观园基石的倒下

从一开始就被污染的大观园，还能存在一段时间，是因为它有“保护神”。元妃，给大观园提供了政治保护；贾母，给大观园提供了经济保护。她们两个，是支撑起大观园的基石。风吹不到、雨淋不到，并非没有风雨，而是有把大伞；如此，大观园才能成为脱离现实，成为诗意的栖居地。

大观园果真能脱离现实吗？怎么可能，它的基石还是现实中的强者。两个保护神离开的时候，大观园顷刻成为猎物。我们知道，贾母已经老了，元春也会早夭。贾宝玉最终没有能够“觉醒”，大观园是暂时的。

它如果没有存在过，或许不至于如此伤感；存在过、失去了、无可奈何，才令人伤感。这是东方式的命运悲歌，我们也有自己的悲剧。

在大观园生命状态处于巅峰的时候，刘姥姥来了。这一次她带来了欢笑，在贫与富、贵与贱的碰撞中，上下俯就。刘姥姥此来，意外促成了钗黛和解。刘姥姥此来，板儿、巧姐互换佛手与柚子，结缘。

刘姥姥第二次登场

刘姥姥第一次登场，是来找算不上亲戚的荣国府“打秋风”，王熙凤给了她二十两银子和一吊钱。刘姥姥第二次登场，是给荣国府送来秋天新收获的农产品，表达一下“穷心”。

我们总是想当然认为，侯门公府，贵势压人，但其实刘姥姥的待遇非常好。凤姐和鸳鸯利用刘姥姥引大家玩笑后，都跟刘姥姥道歉，刘姥姥活得通透，其实一开始就不在意。这次刘姥姥带走了大量东西，“刘姥姥忙赶了平儿到那边屋里，只见堆着半炕东西。”平儿道：“你只管睡你的去。我替你收拾妥当了就放在这里，明儿一早打发小厮们雇辆车装上，不用你费一点心的。”贾母对刘姥姥说的最后一句话是“闲了再来”，鸳鸯对刘姥姥说的最后一句话是“闲了再来”。文中两次交代雇车、帮拿东西、送上车，是要让我们看出这个周到。对应刘姥姥来的时候，凤姐评价“难为她扛了那些沉东西来”，是承情的。

为什么读者容易在刘姥姥的章节读出贵贱差异呢？或许是蒙批给的错误提示，或许是同情刘姥姥。依我说，刘姥姥是不需要同情的，她是满足的。刘姥姥第一次登场，见凤姐，几次三番不会说话，何以第二次登场的时候，在大家面前能说会道了？这是因为第一次是来“打秋风”，有所求；第二次，扛着瓜果来表达心意，无所求。有所求时候，她有忍耻心，说不好；无所求的时候，发挥的就好了。

借着刘姥姥游览大观园，其实是在给大观园寻找出路。大观园中超现实的极致是妙玉烹茶，妙玉奉与贾母的茶是用雨水泡的，给黛玉、钗、玉的茶是用梅花上的雪水泡的，都是不落地的水。结果换来刘姥姥一口吃尽，笑道：“好是好，就是淡些，再熬浓些更好了。”细品，刘姥姥无心的一句话，有无限禅机。“欲洁何曾洁”，妙玉是出家人，但着相到了极致；无相，才是洁。

终归是要“落地”的。为什么落地都能成为大悲剧，因为她们从来没有想过、准备过。一直以来，被保护的太好了。

刘姥姥第三次登场

《红楼梦》中有一僧一道度人，规矩是僧度女、道度男。即便是如此不堪的贾瑞濒死之前，也有道士拿着风月宝鉴镜来试着让他醒悟。香菱还在襁褓中的时候，癞头僧人就对甄士隐说“舍我吧，舍我吧”。十二钗，自然是僧人度脱的对象。十二钗中有一人，却像是被刘姥姥度的，那就是巧姐。

刘姥姥第二次登场的时候，获得了王熙凤女儿的“命名权”，给取名“巧”。命名权是可以认作有一定主权的。刘姥姥三次入荣国府，解救了巧姐，最终巧姐嫁给了刘姥姥的外孙板儿。侯门小姐，到村妇纺绩，看起来是悲惨的。但巧姐的判词中有“巧得遇恩人”之句，总体基调是有点庆幸如此的意味。

刘姥姥第三次登场，还完了贾府恩，她从贾府获得的当然多，但解救巧姐后还之有余了。刘姥姥会报恩，从第一次她跟王熙凤的对话就能看出来。当时求人的刘姥姥，未语脸先红，有忍耻之心。刘姥姥从来没想过，你们那么富，给我一点不应当应分么！哪有应当应分，都是情分。用今天的话说，刘姥姥不仇富、不怨天。

贾府败落，刘姥姥一个曾来打秋风的，危急时刻报恩；贾芸一个行贿凤姐、认作宝玉儿子的人，也在危机时刻体现侠义精神。没有翻过大跟头，是看不清这些人性的。市井风尘出侠客，负心多是读书人。

造化弄人，是巧合也是注定

凤姐笑道：“姥姥要吃什么，说出名儿来，我拣了喂你。”凤姐唯一一次拣菜喂人，就是刘姥姥。凤姐的身份，一般是不可能做这种事的。

当然，彼时的凤姐并不知道，后来女儿巧姐会嫁与板儿；刘姥姥实质上成为凤姐的真亲戚、真长辈了。

刘姥姥第一次见凤姐，凤姐给了二十两银子，又给了一吊钱。这一吊钱，比那二十两银子分量更重。给钱，不过是面子上的事，钱都是官中的，是太太的，凤姐不过是敷衍这件事。再给一吊钱，是让刘姥姥雇车回去；刘姥姥一老一小，是大清早走来的，给雇车的钱，是动心思关心了。

心随念动，阿凤未必有意，善缘已结。不要认为刘姥姥三进荣国府救巧姐，是因为一进时候的二十两银子或者二进时候的一百两银子。非报银钱之恩，感激的是对方的关心、怜惜（怜贫惜老）。

精神世界与现实世界

刘姥姥是现实世界的，是易满足的、活的通透的。

大观园是精神世界的，是超现实的、不曾存在的。

在大观园保护神相继死亡后，大观园轰然倒塌。精神世界的存在能适应现实世界吗？恐怕很难，适应不了的话只能自我毁灭。刘姥姥成为了金陵十二钗年龄最小一钗的解救者，提供了普通生活、普通人生作为落地选项。

大观园的落地是一出悲剧，刘姥姥是这出悲剧的一个小出口。不同于希腊悲剧，西方悲剧是无可逃避，斗争是必须的、但也是徒劳的；东方悲剧留一个小出口，或许是东方文化太喜欢大团圆结局了。这个小出口，并不能改变整体悲剧的结局，也难以改善悲剧底色；它润物细无声，却使人心安。

悲剧有三种，命运之悲剧、他人带来的悲剧、自身带来的悲剧。红楼梦和大观园，整体上还是命运之悲剧，所以刘姥姥做不来太多，其实谁都做不来太多，甚至即便宝玉“觉醒”也难以改变什么。

精神世界与现实世界之间，刘姥姥是一个小连接。那么，能不能开一个较大的出口，连接起大观园和现实，兜住落地的大观园呢？红楼梦程高本续书就是这么做的，兜住大观园，需要再造保护神，减轻悲剧色彩，这无疑会毁了这部书。

风险提示

- 一， 文章笔记为个人观点，非投资建议；
- 二， 涉及个股、产品为理论研讨，非投资建议；
- 三， 投资有风险，投资需谨慎。