



厚雪长坡
俱乐部

专属私募 测评回顾

／ 2023.09.15

穿越经济周期 无惧市场波动

--长雪全天候北京专场



厚雪长坡
俱乐部

嗨！厚雪长坡俱乐部的成员们，你们好，在看私募路演独家交流回顾之前，小雪有些话想说：

首先，很感谢这一段时间您对我们的认可和支持，我们长期致力于给您提供更有价值的内容与服务和私募精品课的学习，希望在您私募投资交流的同时可以获得专业且有价值的内容陪伴；

同时，为了能够长期服务好大家，享有更多价值的权益，我们专门设定了一些专属于雪球合格投资者的权益，比如基金诊断、年度私募报告等优质内容，还有更多线上与线下的专属活动，欢迎大家踊跃参加！如有问题随时联系小雪~

穿越经济周期 无惧市场波动--长雪全天候北京专场

●● 核心观点：

★ 1、宏观最前沿：中国复杂经济环境下的投资解读

杨鑫斌：各位投资者大家下午好！今天很荣幸过来跟大家分享我们对这个世界的一些认识，因为它实际上决定了我们为什么要做全天候来应对底层的环境变化，为什么会有这样的变化，这个策略为什么可以穿越周期。可能有一些投资者之前也听我分享过类似的观点，下面我就直接开场。

首先，这个标题可能大家原来也看到过，我们一直强调投资的新范式，很多人可能也提到个问题，到底什么是投资的范式转变？到底转变的是什么东西？

实际上从投资最底层的原理上来讲，我们看到的最主要的问题就是时代的思潮是在发生转变的，这个思潮的转变是什么转变呢？主要原来是全球化，全球化各个经济主体，全球每一个国家他们之间更是开放包容的，开放、多元、合作、共赢的国际环境，目前是走到了逆全球化，各个经济主体之间遵循的是保守的唯我、博弈、对抗关系，大家可以看到，无论是俄乌冲突，还是中美之间的贸易冲突，都是伴随着整个的全球思潮的转变。

这个全球思潮转变为什么从全球化会发展到逆全球化？实际上这是这张PPT没有详细介绍这个问题，原来我也有一些路演提过，主要还是在过去中国崛起的三四十年，以美国以及欧洲传统资本主义国家的中产阶级，他的财富分配是不均匀的，他享有财富份额跟40年前相比，并没有显著的提升，西方的一些发达市场国家分化是加剧的，最终决定了他选出来的一些领导人，像川普，思潮越来越极端，越来越民粹的变化。

逆全球化典型的代表可以看中美脱钩影响，我们也是看Harvard Business Review的文章也介绍了，相较于2016年，中美之间从贸易、资本、信息、人员交流几个维度都可以看到是有不同程度的脱钩，世界原来是一个开放、包容的世界，或者我们讲“地球村”，现在这种提法准确来讲几乎消失了，世界走向了一个多极化，当生产力发展陷入瓶颈，没有新的市场，蛋糕无法越做越大，存量活跃现象加剧，目前全球主要是这样一个问题。

在这种思潮转变下，整个世界的政治格局是从单极走向多极。二战之后，包括美国跟苏联，这个大家比较耳熟能详，苏联解体以后，以美国为首二战体系的维持；在这几年，我们看到中俄、北约等对二战的规则，包括美元建立的国际经济体系、美元体系都构成了挑战。在过去美国为首的二战体系维持期间，我们军费支出是下降的，因为大家都是分工很明确，都是一起做生意，一起合作，但是在最近几年的环境变化里面，各国的军费支出显著扩张。

左边这张图就是世界几个主要国家军备支出从2018年触底，目前来看军费支出还会持续上升，这个对全球而言不是一个好的现象。

另外一个，世界黄金储备在2008年之后开始显著的上升，当时发生了美国金融危机，出现量化宽松，并且在这几年，俄乌冲突之后，也暴露了在国际贸易中完全依赖美元系统存在的政治风险，黄金作为人类最原始的货币，纵观全球，各国央行开始增持黄金，应对国际环境不确定性。原来在全球化背景下，我们出口的商品，我们赚了外汇，外管局拿这个外汇去买美债，美债是比较安全的，这个是全球化过程中，我们买了美债，美国、日本也买了美债，俄罗斯也买了美债，美联储拿着这些钱买黄金，黄金的储备在美联储。

在逆全球化背景下，尤其俄乌冲突发生之后，俄罗斯被制裁，这个对美元储备，外汇储备是有很大冲击的，包括现在中国的央行，也在减持美债，不断增持黄金储备，**在逆全球化背景下，大家赚了美元之后是不会再去买美债，可能更愿意增持黄金储备，转化为黄金，这是一个更显著的变化。**

在全球的逆全球化的思潮，还有政治格局的转变下，全球的产业链跟供应体系也会重塑。我们如果看全球产业分工，中国改革开放以后，我们逐步加入WTO，人口红利，我们有廉价劳动力，我们通胀很低，GDP尤其中国是高速增长的，在这个环境下，全球遵循一种产业分工跟贸易合作，比如你能想象2006年、2007年的时候全球环境是很不错的，甚至是金融危机之后，大家还是维持一个分工跟贸易的关系。但是这几年，随着川普的当选，后来贸易战，拜登最近的高科技的卡脖子等，在这样一个思潮转变下，带来一个全球供应链体系的重塑，拜登提出来拜登经济学，货币紧缩，财政扩张，这实际上是在推升美国制造业，我详细来说，他是把制造业回流美国市场，所以导致了整个美国男女工人是比较缺失的。

在这样的变局下，中国提出来百年变局。俄乌冲突，中俄与西方确实目前处于一个百年变局，人口出现老龄化，全球出现昂贵商品，通胀比较高，这两天大家看到美国通胀数据开始出现摆动了，通胀是短期可能是难以回到2%的。

中国在这个环境里面也有点尴尬，原来我们产品是出口全世界的，在这样一个环境转变下，再加上我们自己内部的财政扩张，在疫情期间是不足的，导致我们整个GDP的增速往下走，但是我们提出来一个经济要转型，要高质量发展，高质量发展是希望与这种降低投资对经济的依赖，提升我们的制造业的潜力附加值，当然这是一个美好的愿景，但是在这个环境里面，会面临高科技的卡脖子、半导体、芯片掣肘，贸易战一系列的事情。

人口老龄化，不仅仅是中国的问题。大家可以看到，中国可能是因为人口老龄化之后现象，斜率比较陡峭，往下走，但是实际上人口老龄化也是一个全世界的世界性的问题，全球15-64岁人口占比是缓慢下降的，人口老龄化带来一个结果是什么呢？消费能力是偏弱的，并且中国由于这个现象，实际上斜率是比较陡峭的，往下走的，就是说人口老龄化对我们的影响更显著要高于海外，但是人口老龄化不仅仅是中国的问题，是全世界的问题，因为整个全球二战已经有将近80年的时间了。在这个过程中，老龄化会带来整个劳动力人口的成本上升，再一个是消费能力边际走弱，人口红利的消退已经开始了，这其实也是会给长期我们的劳动力成本。

我们整个长期通胀中枢带来显性的变化。这个直接的结果，刚刚我讲世界思潮的转变，供应链体系的重塑，包括人口老龄化一系列的因素，带来了一个比较直接的结果，我们认为是通胀长期中枢上移动，这是全球化的问题。

我们看到2001年之后，中国加入WTO，当时小布什提出来美国梦，每个美国人都去买房子，放松银根，这里面出现商品价值供不应求，一下子中国开始加入逐步成长为世界工厂。2008年金融危机之后，出现产能过剩。2015年中国是年末推出了供给侧改革，淘汰落后产能。在之前2009年，大家可能听到最多煤老板，很挣钱，之后也是大量落后产能，2015年年末，这边周期类的企业非常惨，因为产能过剩，在2015年年末，因为供给侧改革改变整个商品的供需关系。商品，尤其是中国的商品，我们以南华商品指数为代表一路上行。

最近商品又创新高了，因为缺少资本开支以及世界对清洁能源追求。逆全球化背景下，各国供应链产业体系重塑，可能继续推升商品需求。世界范围内，目前我们观察来看，在没有一个灾难性危机情况下，相对高通胀的环境可能会保持下去。但是因为中国是一个制造业大国，我们经济转型诉求可能在投资上的发力是有限的，在很大程度上面，它是能够保证我们国内相对比较低通胀的环境，这也是为什么今年商品资产差异很大，输入性的一些商品明显走强，但是国内需求驱动的商品可能要相对弱一些。

关于美国通胀，也是强调了这个问题，通胀是非常有黏性的，比如以美国房租为例，在2008年，他的房租是掉得非常多。但是在2008年之后没有灾难性的危机，房租是不太可能出现像2008年那样大幅下降的情况，更何况目前美国房价又开始重新上涨，工人薪资也开始上涨，这个过程中房租企稳是时间问题，住房的绝对水平只会减缓通胀向上速度，没有金融危机的情况下难以走弱。2008年是比较大的金融危机，目前我们和整个全球经济的增速可能没有原来那么高，但也不至于像2008年金融危机。

为什么出现这个情况？本质上美国政府在疫情期间通过财政赤字货币化直接给老百姓发钱，老百姓新增这部分资产并不是债务，我每个月给你发几千美金，这部分不会受加息影响，加5%也好，加3%也好，他不需要提前偿还债务，就像一个人突然多出来1万块钱，如果这是债务我可能利息上升要还掉，但是这1万块钱是送给你的，你花5000块钱，加息对你没什么，你可能还能存到银行拿利息收入，这导致整个美国需求是比较好的，居民资产负债表比较好，但是美国政府资产负债表比较差，政府财政赤字比较高，政府债务也是比较高的。在这样一个差异下，需求韧性非常强，并且通胀中枢比较高，并且还有可能最近有一些工会，包括美国的一些传统制造业，工人要求涨工资，一个货车司机年薪高达18万美金，都会在增加通胀的黏性。

这个大家也需要关注的，拜登经济学这两年比较经常谈的，紧货币，宽财政，大家可以发现，在美联储加息期间，即使在美联储持续加息背景下，美国私人部门的建筑支出依然快速增长，部分制造业回流美国是大势所趋，加息并没有像信贷是收紧，但是美国政府造成的财政扩张并没有停止，拜登经济学秉承的紧货币，宽财政对长期通胀有什么影响？目前我们还需要保持高度关注，**在我们分析来看，我们认为它的通胀在这一轮是难以回到2%的。**

刚才我们说了价格，通胀反应了价格，反应成本是比较高的，但是世界以及中美经济增长中枢是在往下走的，至少是在下一个能够显著改变生产力水平革命爆发之前。大家今年可能A股炒AI，可能是大家觉得人工智能很好，但实际上人工智能对生产力的改变，或者说对经济增速的提升能有多少？这个目前是存疑的，目前我们还难以看到它的革命性的改变，按照历史经验，高质量的发展，科技的创新进步可能才是提升生产效率，包括原来工业革命，包括互联网革命，这些都是提升生产效率的，这几年这些是没有特别显著的进步。所以说破除经济增速中枢往下走的情况，**需要有科技的创新跟进步。**

叠加高通胀的环境，估值可能难以成为定价最重要的考量，经营产生收入增长变得更为重要了。为什么呢？原来可能投资，你的通胀环境比较低，你的利率环境比较好，投资可能说我在一级市场投了10倍的企业，我很轻松二级市场上市以50倍，甚至更高60倍把它卖掉，就能挣钱，因为不是说这个企业，我这个现金流变得多高了，而是我的估值扩张，这个钱未来是比较难以挣到的。

刚才我们讲了经济趋势转变，2009年到2021年，全球是低增长、低利率、低通胀，甚至通缩，日本这样的经济体是通缩的，货币可以发现从2009年到2021年，全球的央行货币长周期是扩张，一路到0利率，中国高增长、高利率，中国刚开始搞了4万亿，之后通胀，收紧货币，中国央行一直在放货币收货币，放货币收货币，海外央行就是一直放水一直放水，这个导致这个环境投资就很简单，美股直接买好纳斯达克躺平就行了，在低通胀、低利率企业经济效益很好，大量美股上市公司自己融资，回购自己的股票，可以获得很好的回报，但是当你的利率一旦走向了变化，2021年到未来，全球开始进入一个低增长，但是高通胀，高利率，货币长周期摆动，你今年发现美联储是加息了，过两天看到通胀差不多了，可能稳定利率降息，通胀又起来了，又开始收货币，又进入一个类似中国央行过去10年做的事，加货币，放水，再加，放水，类似这样的长周期摆动。

中国进入低增长，低利率，通缩，甚至温和通胀环境，当然我们今年面对通缩环境是有它的背景，因为疫情，因为我们投资上的缺失，还有很多海外投资者的信心缺失，所以我们货币是长周期扩张，未来可能会看到相当长一段时间，中国M2会持续扩张，一直放水，你说现在这个经济央行不太可能加息，是有这样的差异，完全中西方跟过去2009年到2021年市场颠倒过来了。

这几年我们提出来经济结构转型一个最大的目标是提升我们GDP里面消费贡献，就是三产占比要提升，并且高端制造对经济拉动更重要，原来可能我们4万亿，包括我们原来搞棚改，可能是投资对经济拉动是比较显著的，但是投资带来的一个问题就是会增加我们的债务，比如我们原来4万亿，形成一个巨大的政府债务，城投平台债务。我们三个主体：政府、企业、居民，目前都是高债务。居民这么多年买房，房价很高，把钱投到房子上，70%都在房子上，债务也很高；企业疫情这几年也没有收入，实际上企业的经营压力也很大，以投资拉动的经济体周期性非常强，并且形成高债务，所以难以持续。中国所提出来的GDP高质量发展，实际上寄希望于把投资对经济的拉动降低，希望中国能走向类似美国市场，消费支出，高端制造有更高的产业附加值，对经济拉动贡献有提升。

比如原来中国出口衣服、鞋子低端制造业，因为我们那时候劳动力成本很低，可能有这个优势，但是现在我们面临人口老龄化，中国发展这么多年，可能对低端制造业也没有什么兴趣，因为他们是高能耗的，这时候中国可能会更专注于在新能源、电车，你会发现这两年电车出口，光伏组件出口占比上得非常快，这些具备科技含量，高附加值产业，这部分占比对经济贡献在上升。

但是就目前为止，还难以出现一个产业能够像房地产一样对经济的贡献，因为房地产及其产业链对经济贡献超过20%，如果说把房地产按死，经济会出很大的问题，即使我们转型转到现在，但还没有一个产业能够替代房地产，成为中国的一个经济支柱产业。

在这样的背景下，海外最重要的一个转变，是通胀跟利率中枢上升带来的投资框架的修正。

千万不要拿2009年到2021年市场去思考现在整个市场环境，美债利率长期驱使下行走向利率周期摆动，大家可以看到，过去不仅仅是从2000年开始，（美股）实际上从八几年开始，走出来40年的牛市。当利率趋势性下行，低利率的时候，估值对资产定价影响是上升的，企业盈利并不是最重要的。刚才我说了，当前水很多的时候，你一级市场投个企业5倍、10倍，二级市场可以很轻松高估值溢价卖掉，并不是企业现金流多高，或者改善多大，而且你享受水位先带来估值的过程，当你利率走向周期性摆动高利率环境，估值对资产定价影响下降，企业盈利是主要的。

什么意思呢？你的企业在经营会怎么样呢？你的融资成本很高，并且通胀成本很高，人员工资要上涨，能够有稳定现金流，并且现金流长期可预期的这些资产会显著受益。比如美国市场现在短期利率五点几，如果今年投资回报低于5%，都是不合格的，因为短期利率就是百分之五点几，为什么巴菲特买西方石油，今年在标普500里面表现最好就是能源股，因为有很好的现金流，这个周期他们会更受益。

我们其实对全球市场来讲，我们认为基于这样一个宏观的要素，**我们认为周期摆动价值为王**，所以大家可以看到，苹果最近没有创新高，但是伯克希尔哈撒韦创新高了，巴菲特价值投资在这个环境更受益，如果把经济周期拉长，看10年，实际上是非常不典型的宏观环境，低利率，低通胀，如果拉长四五十年，这个周期在整个宏观周期里面是比较正常的，目前是进入了一个高通胀，高利率的环境。

中债正好相反，是长期趋势摆动走向利率趋势下行。原来我们投资拉动，今年开始也有点，包括最近市场也是有投资发力，这是没办法，没得选。

你会发现，我们中国债券市场长期利率原来是周期摆动的，美国未来市场可能像这样子，周期摆动，但是未来我们中国，因为我们有经济战略粘性诉求，我们GDP的增速从原来8%到6%，再到5%，甚至未来可能3%-4%，就看到我们长期利率会一路往下走。

所以在我们希望，可能今年大家都很难，我也能理解，实际上A股在我们宏观的视角里面，我们认为因为水越来越多，长期来讲，应该是中枢往上走，估值要扩张的，一会我再讲这个问题，短期可能看不到，但是长期大概率是要发生的一个事情，因为它的宏观的因素已经发生了重要的改变。

这边还是讲美国通胀，通胀进入了一个中枢抬升，摆动时期，资产定价核心因素，2009年到2021年大家什么都不用干，利率往下走，造梦就行了，有一个企业今年涨20%，营收20%，明年涨100%，这个企业估值会非常高，靠梦想，靠增速，造个什么梦在纳斯达克上市就能挣钱，这个时代已经变了。2021年到未来，我们认为利率会比较高，全球环境，融资成本是比较高的，商品也是比较昂贵的，刚才我也介绍了，有强现金流的资产变得更加重要。

左边这张图统计从1960年到至今的美国通胀变化，经历了几个时期，当然这个滞涨时期大家都看过，所有这条线上3%以上通胀大家可以翻一下美股，就发现阴影部分美股走势是什么部分，基本是横盘震荡，以企业强现金流为主，能够支撑这个企业的股票价格，并且在这个期间都发生了上游能源股价格持续上涨，因为他们有很强的现金流，不是一个科技为王的时代，科技为王是以低利率、低通胀，就是容错成本很低，机会成本也很低，我有大量低成本资金投入科技产业，去创新，所以说我们认为在未来这个环境里面是价值股，更稳定的现金流，企业经营更扎实是更加重要的。

投资的范式转变在我们看来是2009年到2021年，全球是面对便宜的资本，融资都是0利率，廉价商品，也没有人考虑通胀，因为没有通胀，通胀会带来什么？如果我是生产的企业，上游原材料会涨价，我的人员工资会涨价，因为大家买不起商品，大家肯定要求涨工资，包括最近美国工会开始罢工，汽车制造业的，工人开始罢工，要求涨工资，就会发生这样的现象。在便宜的资本，廉价的商品，低利率、低通胀，成长股、赛道股躺平，企业经营很好，不用考虑现金流，只要市场份额提升就行了，这个是投资的最重要的标志，债券、商品、外汇是没有显著趋势性机会的，所以说在这个环境里面，就是企业经营很好，股票是最好的，股票资产是最好的。

但是2021年到未来，面对的是昂贵的资本，昂贵的商品，价值股、现金奶牛为王，今年大家都说，股票很差，但是我可以告诉你，中国石油今年涨了66%，无论是中国石油也好，还是中国海油也好，还是其他的资源股，大家可以看一看，无论是西方的还是中国的，你会发现实际上这个世界环境已经发生了变化了，为什么涨？这个是整个格局的转变，在这个环境里面，股票、债券、商品、外汇都会出现周期性摆动。

你会发现过去两年，日元兑美元大幅贬值40%多，日元汇率很市场化，大家可能觉得人民币贬值挺厉害的，受不了，但日元贬得更厉害，日元在2021年1月份到现在，兑美元贬值40%多，人民币兑美元2021年到现在贬值15%，印度卢比，印度市场很好吧，股票也一直涨，印度卢比兑美元也是15%。

所以说在这个环境里面，我们的外汇也会波动，作为一个汇率能够波动15%、20%，都快跟股票一样了，所以说汇率稳定是一个经济稳定的前提条件，汇率不稳定，意味着整个流动性是缺失的。

就是美联储加息，就是流动性不够，导致资产价格剧烈波动，包括海外的债券，美国0利率掀翻三四十年的趋势，商品更不用说，原油是疫情期间负的油价，直接涨到140再掉到60多，现在又涨到90，每一个资产不会像原来横盘，或者窄幅波动，周期波动非常大，就是宏观背景所造成的。

为什么要做全天候呢？如果在这样一个环境里面，其实说句实在话，买股票就行了，买美股就可以了，或者买一些企业经济效益很好，没有营商困难，但是在这个环境里面，企业营商环境是很难的，它面对的是融资成本很高，面对的是企业运营成本很高，并且面对的是一个急剧动荡世界环境，所以说全天候在这个周期里面会显著地跑赢股票多投，当然我们也看到了。

中国政策的战略聚焦，未来几年，会跨越一整个时代，总结一句话，**以托底思维替代进取思维，进取思维是什么？原来我们需要GDP特别高，我们要保就业，投资拉动，各主体强刺激，例如4万亿债务驱动。托底思维是什么？就是说我可以接受比较低的GDP增长，但是我难以接受系统性金融风险，所以说我们的债务是约束的，但是我们会实行一些定向产业扶持，转型的是一个战略目标，托底是一个战略选择。**

今年我们现在来看到所有的政策就是以这个托来执行的，你不要认为会不会回到原来，这个托底是什么意思呢？如果你认为中国会发生系统性金融风险，并且你以此为依据做投资，我个人的观点不一定对，你肯定会失败的。

因为我们的体制决定了，我们是以最重要的不发生系统性金融风险为前提，如果一旦有这个风险，中国会实行大规模QE，目前已经看到了，QE不像美联储直接买美债，因为我们中央政府，我们央行是不能买财政部发的国债，这是法律禁止的。

可能通过国开行也好，城投平台发行大量债券支持实体经济，通过对经济进行拉动，包括我们最新的3万多亿，相当一部分是政府债券，就是这个意思，当一个特定的金融风险出来的时候，有苗头的时候，评估这个风险很大的时候，他就会发生类似我说的这个事，中国的经济刺激。

结论就是在托底战术上难有灾难性的经济下滑，但是阵痛难以避免，我们总是想着转型，总是想要控制债务，这个过程中必然要淘汰掉传统产业，传统部门，比如说地产，原来是高债务的一些部门，所以我们看到碧桂园，看到很多企业陆续出问题，包括后面信托公司，未来还会有这样的经济现象？我个人觉得可能还会有，在这个过程中你是难以回避的，肯定会有，就我说的经济转型不是每个人都很顺利的，肯定有要淘汰掉大部分的产业，有相当部分的传统产业债务比较高，经济转型过程中被淘汰掉了，战略上要聚焦转型，聚焦高质量发展，但是需要把握我们短期以及中期经济复苏的节奏，这个是在中国投资是比较难的，中国市场是有一个很典型的特征，它是一个政策驱动的，比如我们在7月份之前看到政治局在年初时候房住不炒，7月份政治局把它删掉了。

我国房地产市场供求关系发生重大变化，这个意义就是所有下面，从地方，中央政府到地方政府，到各级部委，对房地产的政策全部要左转右，并且这个转向不是让市场转，我本来往另一个方向走，房住不炒搞了好几年，外资也抄底香港，2018年开始救，现在不提房住不炒，房地产全部放开，基本上预示着房地产结束了当年的管制时代。

第二个是新增有效防范划界地方债务风险，删除严控新等隐性债务，意思是你地方政府可以增加债务，原来是不让你举债，现在是你再不举债要发生系统性金融风险了，又重新举债，我们经济下行风险基本被锁死。

第三个活跃资本市场，每天都在努力，这就不说了。

另外包括降低印花税，包括中间传出IPO要暂停，包括一系列的政策举措都是按照最高领导的指示，政治局会议去执行，所有这些政策本来是往左走，走得很极致，现在往右走，油门踩到底，你不要想这个东西干不干，不要想，只有往一个方向走到底，就是矫枉必过正，在中国市场投资不要拿成熟市场那套东西过来，否则你会损失惨重。

行动上面，我们就看到了，地产政策的全面左转右，地方政府化债，潜在的一系列对经济及投资者信心扶持政策，目标是什么呢？目标就是经济能够企稳见效，不排除中国是大规模QE的可能性。

结论是我们认为它是降低经济下行风险，但是我说的上行空间是多少呢？这个是有存在疑问的，只能边走边看，所以说中国的政策分析其实也是比较重要的，包括目前的房地产市场供需在一系列的政策执行之后，它的恢复情况我们也需要去紧密跟踪，边走边看，不能下一个过度悲观的结论，也不能下一个过度乐观的结论，这就是我们的市场。

还有一个中期的变化，就是我们看到了美国的产出缺口重新扩张，什么叫产出缺口？就是订单大于库存，订单越来越多，库存越来越少，所以要补库，这个图你如果统计一下，跟中国的价值股是高相关的，什么意思呢？当美国开始企业补库时候，商品很少的时候，中国价值股往往走强，因为我们是一个制造业大国，这个过程中我们对全球的GDP贡献超过20%，在出口好转背景下，大概率经济没有什么大的风险，但是如果全球经济一起去库，都不进口你的商品了，你大概率中国的价值股是要承压的，我们看到从这时候开始，中国的价值股一路跌，包括这时候也是一样，2018年，全年都是大熊市，再往前都是一样，2015年开始前面都是类似的。

但是我们现在看到好的迹象是，以美国为主海外经济产出缺口重回扩张，为什么呢？就是我刚才说的，因为在过去一年里面，海外的居民债务非常好，资产负债表非常好，他们的需求很强，但是加息导致我们产品的产出部门供给下得特别快，宏观层面供需关系往下，但是需求稳定高位，及下得更快，就导致了整个库存周期转向，就是二次补库，全球经济的库存周期转向有望带动中国价值股的估值修复，这个是在未来，如果从宏观数据来表述，就是出口的改善，包括人民币贬值也是提振我们的出口。

供需错配下，有可能导致通胀二次摆动，我们在很早之前，做过测算，可能最近数据让这个测算更加恶化了，什么意思呢？如果美国的CPI以环比0.33开始涨，今年6月份就是一个通胀低点，到了12月份会重新回到4.9，如果这个通胀，这个月是0.7，我们就不说0.7，可能0.4、0.5，它的通胀到了12月份的时候，可能是5%以上，所以说美国的通胀下限往下看两三年，往后再看两三年，3%应该是个CPI的下限，它的通胀二次摆动现象，现在已经发现这个经济现象，原油为什么最近一直在涨？就是因为通胀会摆动。

还有一个问题，在综合了我们一些分析之后，其实未来没有那么悲观，第一个，我们内部政策经济目标重置，包括配套扶持财政政策，我们实行大规模财政扩张，金融要素在发生改变，利率下行，汇率贬值，内外部库存周期转向，你看到PPI也冲出来，开始转向往上走，但是商品和债券都在复苏，因为情绪影响，或者我们所谓北上投资者影响，抛售中国资产，没有定价中国经济的企稳，现在是这样的情況。但是未来随着利率这么低的利率环境，以及一系列的政策，我们认为风险资产尤其中国的风险资产还是比较受益的。

后续宏观上面的可能演艺，出口企稳，内需在大规模财政扩张下也会相对稳定，今天的数据出来也还可以，企业盈利。

因为从我们政策底肯定已经看到了，从历史经验来讲，一个政策底，市场底，盈利底，市场底一般在盈利底之前，盈利底我们观察私营部门盈利已经开始转向了，我们对资产的观点，尤其风险，并没有那么悲观。

这个图是去年四季度我们一直在用这个图，这个图进一步解释了全球通胀，还有经济增长发生一个什么样的变化，为什么美股在6月份之前能涨？就是这个原因，因为他的通胀从去年三四季度之后一路下行，在这个过程中，美股、美债都是可以涨的，但是CPI到了3%是个下限，不可能出现摆动，意味着美股可能承压，在这个环境里面商品资产是更加有利的，这也是为什么我们说输入性通胀，海外像原油，像铁矿石这些海外进来的原材料都在上涨，包括黄金。

中国经济就更简单了，就是一个经济活动基本停滞在疫情期间，目前属于衰退末期，在逐步修复，年初领导觉得自己能复苏，但是后来7月份之后，可能决策者发现自己复苏不了，所以说就使劲打药，目前就是处在一个上药的过程，大家不用悲观，我们认为是一个经济衰退目前的体现，从资产价格跟踪上而言，我们已经观察到这样一个现象，一般经济衰退的末期，可能经济衰退了，利率先走，债券先走出来一个大的牛市，利率往下走，汇率开始贬值，当到了一个阶段之后，实际上是商品开始上涨，商品库存会变得非常低，汇率的贬值会带来输入性通胀，商品开始走出牛市，目前这两个经济现象已经看到了，到了第二个阶段的时候，我们会看到利率，债券开始大幅度调整，为什么？因为大家经济的预期开始转向，债券调整可能这个比较复杂，分短端跟长端，长端先调整，所以说昨天你看央行降准以后，今天债券市场长端跌得特别多，降准理论上是利好债券，为什么长端掉那么多？

长端是经济预期决定的，在第二个阶段我们发现债券调整，当投资者发现我去股票市场赚不到钱，我就想去买点低风险债券，发现无论是买短债也好，长债也好，依然会亏钱，这个是投资者会发现的一个事情。

当他发现我买债券也亏钱，买股票也亏钱，这时候可能这个资产的变化就会进一步加速，就是我说的，因为股票的股息率更高，但是10年期国债只有二点几，比如工商银行、中石油股息率很高，逐步平衡资产之间的流动性，现在权益资产主要就是缺乏投资者信心以及流动性，全市场几十亿的北上资金，你想想也是挺不可思议，但这就是一个衰退末期资产价格的体现。

往后来看，内部大规模财政扩张我们认为今年三四季度GDP环比可能比较高，因为今年GDP的目标是5%，三四季度环比可能4%、5%以上，因为投资拉动，大规模政府举债一下冲上去，这可能是会看到的经济现象。

风险点还在于地产复苏的斜率，这个问题比较复杂，就不说了，但是目前从我们对中国理解上来讲，它就像一个火车头，往一个方向走完之后开始调头180度转弯往另外一个方向走，会一路走到底，你要明白这辆列车终点在哪里，但是千万不要上错车，不要往另外一个方向走，你可能会发生比较大的投资亏损。

最终，我们形成了一个我们资产配置方案，包括长雪全天候，低、中、高三档产品，可能了解我的都知道，我是大幅低配债券的，我认为债券有比较高的风险，权益目前是超配，我们认为权益资产是在整个风险资产里面，性价比最高的，因为估值很便宜，下跌空间非常有限，但上涨空间很高，商品也是超配的，目前是战略性超配的能源，能源问题我介绍了，海外通胀韧性很强，贵金属，尤其是人民币计价的贵金属。

第一可以对冲我们汇率风险，第二可以对冲海外高利率经济增长不足的风险，整个资产基本上我们目前是这样的布局，当然，我们也会根据未来经济的变化去调整我们的一些超额收益观点。

2、宏观对冲如何应对经济波动？——长雪全天候实践解析

1、长雪高中低三档产品的资产分散是不同的。比如中波的产品，这里所涉及到所有品种都包含在内了。你可以看到中波产品里面，大的区分来看，就有三个大类，有16个子项，比如我们看到商品，商品这边我们看有能源、化工、基本金属、农产品、贵金属，展开有20几个品种，股票我们涉及到300指数、500指数、1000指数，股指期货也是一样的，行业ETF我们也会根据时间选择，行业个股也会打得很分散。

债券我们会比较集中，债券主要交易品种是国债期货。我们没有选择通过信用债做超额收益，原因是第一，国内的信用债不是被公允定价风险，蕴含信用风险比较大，放在大类资产配置给我们组合带来额外风险，在这个层面没有叠加信用债投资，那我们高波的产品，它涉及大类仍然是以股票商品债券为主，但是在股票这个层面，可能会有一些区分，商品会保持一样，债券也是保持一样，可能在这一点，我们暂时没有涉及到宽基指数，更多以股指期货在做表达，这也是不同产品做实现的时候的效果。

2、怎么做风险均衡的，这个模型到底应该怎么看？首先我们来说风险均衡这样一个概念，就像刚刚举的例子一样，100万的股票和500万债券，把刚刚我们所提到所有的资产类型，按照刚才那个原理搭配在一起，搭配在一起之后，我们要解决的问题就是要到底面对一个什么样的投资环境。

首先我们去分析了像投资环境里面不同因子对于收益结果的影响，我们分散两类因子对于收益结果影响最大，达到70%到80%。第一类经济增长水平变化对于收益影响，举个例子来说，当经济增长在一个比较高的环境当中，每个资产收益效果可能是不同的结果；再举个例子，通货膨胀，在比较低的水平之下，可能股票和债券表现比较好，所以我们在组成风险均衡 β 性基础组合的时候，我们要考虑要解决什么问题，我们把我们的组合放在我们四个考虑问题的象限里面，构建不同的子组合，通过子组合应对可能发生的宏观环境，组合搭配在一起就形成了最终的投资组合。

好处在于，因为这个组合背后含义在于我不去做任何宏观择时，我觉得我可能择不准，好处在于我不做任何择时，通过不去判断宏观环境，但是我对宏观环境有充分研究，我认为四种情况最大发生可能，我们在四种情况考虑在内以后，通过这样的组合去实际投资过程中，不论遇到什么环境都有地方可以获得收益，这也是我基础组合带来的一个效果。

在这个过程中，我们是怎么做调控的呢？我们会根据资产的波动率的水平来作为一个风险均衡先决条件，另外，我们会根据月度变化再做一个基础模型的月度再平衡，我们这个组合虽然不择时，但是会根据资产变化，月度再平衡，始终保持波动率水平在我整体组合想要控制的范围之内。

我们怎么样来做 α ？刚刚鑫斌讲到的很大篇幅，有60%、70%的内容关于我们怎么研究 α ，我们怎么去 α 中找到交易机会，我们从大的种类来分，其实我们主要有四个 α 的收益来源，第一个是宏观趋势判断，第二个是资产价值判断，第三个是风险偏好，第四个是潜在变量判断。

宏观趋势大家会看到很多政策变革带来的机会，我举个例子，去年不知道大家对于疫情感受会不会很深刻，其实去年疫情让人感到最低迷的是去年10月份，去年十一我正准备出行，刚好从北京坐高铁往外走，过程中突然在中间某一站停下来看到我的目的地发生了病例，这个时候就在想，如果我去，可能我健康宝就要弹窗了，可能我就回不了京了，所以我会感觉非常麻烦，不管我的生活也好，投资也好，那会投资也是亏钱的，这个不用说了，生活也是麻烦，所以我们觉得当时宏观环境是一个非常差的环境。但是十一过后，很快政策出来，我们觉得宏观上政策在变化，这也是第一点我们怎么做宏观趋势交易机会，我们看到宏观变化从而增配不同品种，这是宏观趋势上的转型。

再举个例子，风险偏好怎么转型？这个风险偏好跟一些特定宏观事件发生也有关系，今年3月份，大家知道美国发生一起比较让人意外的事件，硅谷银行倒闭了，不管你过去很多年你是爱国还是恨国，首先有一个共同认知在于你认为美国经济属于比较强劲的现实，但是你想象不到美国这个银行怎么会倒闭，但是现实就是它倒闭了，倒闭之后我们认为在这样一个时间点，其实给一些避险资产，比如说黄金带来了很好的交易机会，所以我们在这样一个时间窗口会增配黄金持仓，也阶段性给我们带来一些不错的超额收益，这也是我们 α 整体的一个思考过程。

3、 β 、 α 究竟是怎么配合在一起？首先我们组合，不论是低波、中波、高波，我们基础性 β 组合都是来自于我们量化模型，我们要决定不去做择时的投资模型，我们不会偏离所要达到的预期， β 基础模型先会给我们一个基础所有资产配置比例。

我们拿大盘股举例来说，这个时候比如 β 根据波动率的计算，我们给出一个大盘股15%的标准，给完这个标准之后，阶段性我会认为，比如现在投资环境里面，整体的经济复苏迹象好像在抬升，我会适当地按照我风险约束给予大盘股3%的增配，适度做一些偏离，最终把 α 和 β 加起来形成我最终组合，我在做任何投资过程中，首先是有一个比较稳健 β 做约束，另外在风险上给 α 适当比例，最终形成我们的投资组合。

好处在于，这个收益我们认为比较稳健，比较稳健前提就是波动率比较小，但是收益效果比较一般，但是在 α 我们会做适度增强，最终把波动率水平下降一点，组合水平拉高一点，这是我们基础原理。

4、风控也是大家比较关注的，上个月我在上海路演的时候，客户告诉我，他说他之前买了很多半夏，因为李蓓告诉他产品跌了9%就会减仓，他问我们会不会这样，我说我们也会，但是我们除了这以外还有很多其他的风控手段，是这个市场其他宏观管理人不具备的。

第一个，我们是波动率监控，这个含义在于我们产品有低波、中波、高波，这个背后的波动率控制水平就是8%、16%、32%，波动率可以简单地理解成一个资产在一个时间段上下波动的范围，所以我们把波动率监控加在风控里面意味着在任何一个时间段，当我的组合在我的波动率快要达到这个的时候，我会去对我组合整体的风险资产做一个调整，比如说16%这个产品，我的整体组合波动率是15.5%，理论上，如果在任何加一点高波动资产进来，整体组合波动率水平超过16%，超过16%有可能给我阶段性组合收益带来超过16%的亏损，这个时候我就会限制我高波动资产的增仓，就适当增加一些低波动资产比例，拉平我整个组合波动率表现。

第二个其实是我们比较独创性的一个风控手段，很多同行也在打听，我们到底是怎么做相关性监控的。原理可以跟大家介绍一下，在于全天候的投资模型，因为大家可能知道，比如说桥水在海外应用很多年，但是在一些特殊年份时候表现是比较差的，比较背后的原因我们分析和总结，其实那样的投资环境是三类资产齐齐往下跌的过程，没有任何对冲效果，三类资产都在往下跌。

全天候是长期看多的资产，在这样的环境创造不了收益，这样环境我们应该怎么避免？首先前提就是我们应该怎么增加我们风控，我们在这一点风控的原理就是希望杜绝这样一种情况的发生，三类资产齐下跌，我会通过一些量化信号构建出一个量化模型，这些量化模型在实际跑的过程当中会观测我这些量化信号，当这些信号发生的时候他会告诉我，可能三类资产正在一起往下跌，或者即将要往下跌，在这个过程当中我就要判断，我是否做减仓，是否对组合风险做调整，过去一年当中，我们在1月份高波产品实行，跑到9月份，这个模型已经阶段性给我们提供大概5次信号，我们在这5次当中通过模型给我们组合创造10%的超额收益。这也是整个风控的一个框架。

我也知道，很多投资者买了很多产品，我们其实希望投资者能够更多地资金参与到我们组合里来，但是现实是大部分投资者一定会先观察，再决定更多资金比例参与进来，如果我们在一个先观察当中，或者我们自己在构建一个多资产模型的时候，我们其实要考虑一个问题相关性要比较低，比如说你的主观多投在跌，有一部分资产要给你增加一部分收益，我们把相关性做了研究之后，我们整体组合相关性跟各类资产水平都是整体偏低的，这是中波的回测，整体来说都在50%的水平以下。所以我们觉得，如果你持有很多其他产品，持有我们产品，并不会额外增加您投资组合的风险暴露，反而可能增加风险补偿。

5、团队投研人员。我们团队大家可能在过去对鑫斌比较了解，他是在雪球上算一个大V，拥有一万多粉丝，经常做一些交流，他本人是毕业于牛津大学，是数学系的背景，在工作的背景里面，他其实一直以来都在国内券商和基金公司做一些投资工作，他之前也是固收投资产品出身，之前管理一千多个亿，我们觉得固收产品的基金经理做这样的策略有一个好处，就是他对利率比较了解，而利率是所有资产的锚，当你理解利率之后就理解了所有资产该如何变化，自然而然他选择全天候的战略发现，桥水也是同样的，也是通过一个做债券基金经理转而做全天候的策略。

当然我们也提到了，因为我们这个策略会涉及资产种类品种特别特别多，我们可能大的方向有商品、债券、股票，在基金经理层面匹配更多人，比如债券这边，从券商资管请来一个金牛奖债券基金经理林庆云做债券；旭超之前是在麦肯锡工作，是我们从华尔街请过来的基金经理，他专门看商品；我们知道中国房地产影响很大，我们有一位专门看房地产的基金经理陈岱；另外，权益这边我们也是从嘉实基金请了一位一直在研究权益的基金经理叫赵毅。所以我们构建了以鑫斌为主的4位的基金经理团队，在平常工作当中，是由鑫斌负责整体模型搭建和策略决策，4位基金经理在策略当中给他提供很多研究成果，另外也会给他提供一些 α 交易机会，来供鑫斌做抉择，所以整个过程当中是一个“1+4”的团队共同进行管理。

6、实盘业绩到底怎么样？低波、中波、高波产品大家比较熟悉，比如我们会做一个稳健平衡积极的策略，稳健产品我们是想跟市场上有一些，比如说固收+的产品做替代，因为我们觉得固收+原来很多是基于券商的角度去投资，我们想在这个产品方面把它做一个更好的升级；中波这个产品我们想把它做成风险类比混合基金，收益效果比混合基金更好的产品；高波产品想做成跟股票的波动率相差不多，但收益效果更好的产品。

从实盘业绩角度，净值更新到9月1日，从实盘运营效果来看，中波产品是去年4月份成立，收益大概11.3%，今年收益大概12%；下面的产品是高波，高波成立以来大概是41.77%，今年数据大概是45%；低波产品成立时间偏晚，今年的是6.2%，成立以来大概是6.87%，低波这个产品表现特征就是底部更高一点，首先它的成立时间比较晚一点，其次它本身就是波动率比较低的产品。

所以在这三类产品如果我们做犹豫和考虑的时候，我们可以反过来想想自己到底需要一个什么样的产品弥补我们投资组合的缺陷，我们其实也并不是希望每个人都买高波，高波这个产品还是有一些波动率比较高的显著特征，比如这两个月大家应该会体会得到，可能持有的客户，这个周涨5%，下周跌了4%，比如我们这个周可能又反弹回来3%左右，这个过程当中，大家的体验会受着产品净值影响比较大，我们在买的时候还是务必请大家一定要跟自己的风险偏好要更匹配一点，我们希望能通过这样一个好的策略，更匹配您的风险偏好，让您拿得更持久这些，这是我们做这个产品的一些想法。

这个过程当中也是我们刚刚像鑫斌的研究所有观点，在投资当中应用的时间点和时间窗口，我们也跟大家做一个汇报，这个材料在任何一个版本PPT都有展示，可能大家已经看过了，我们给大家做一个解释，就拿成立时间最长的中波产品举例子，中波产品成立之初有建仓周期，很不巧，我们成立在4月27日那天，去年4月27日也是整个A股在上半场跌的最惨的一天。成立的时候，我们当时是因为缓慢建仓，波动率需要慢慢建仓过程匹配上，但是沪深300代表的股票突然间遇到一个上涨，我们阶段性是跑慢了沪深300，但在后期，我们可以看到，鑫斌在很多关键时间点对于资产的选择，对于宏观判断是比较精准的，所以我们不断地在后面时间点靠宏观判断创造一些超额收益，同时整个产品波动率也是因为我的基础性 β 组合，所以显得比沪深300低很多。

也跟大家汇报一下我们归因的结果，这个结果是更新到，我们按照月度归因收益结果，很多人也在问，你们到底是从哪里赚钱？你会不会跟其他宏观管理一样，在某个地方暴露太多赚钱，其实没有，我们三类资产，因为上个月整体权益，8月份整体的股票下跌比较多，所以本身我们股票这栏和三类资产在今年整体收益是非常非常均衡的，大概都是每个人13%-14%的水平，上半年跌得比较多，股票带来回撤。

我们看到三类资产其实债券和商品是比较相同的，股票这端可能会跑输一点，债券是16.5%，商品今年收益大概是24%，股票收益大概是4.5%，这是我们整体组合收益情况。对应到我们基础性的一些组合来看，这是我们基础性的商品大类指数来看，其实债券大家都有一个疑问，债券市场怎么可能涨这么多，因为本身我们只投国债期货，国债没有涨这么多，我们要更加说明一下，国债期货本身杠杆比较高，我们在国债上面敞口比较大一点，为了匹配波动率，，债券敞口会比较大，因此为我们组合带来一个非常好的收益结果。

我们在商品这端，投资的品种会比较多，如果细究某一个单一资产，整体收益像黄金和原油给我们贡献超额贡献更大，指数是通过宽基指数的选择所得到的超额收益。

我们强调 β 和 α ，但 β 和 α 在整个运作过程当中起到不同的效果，蓝色部分代表 β ，红色部分代表 α ， β 部分在债券里面大概创造收益更大一点，大概9%左右， α 大概是7.5%，商品这一端 β 组合收益大概是10%， α 大概是14%，股票这端 β 是1.7%， α 是5.9%，这是我整个 β 和 α 去运作过程当中，其实大家来看，如果将如何 α 调整，纯 β 跑，纯模型跑今年也是正收益，今年大概正收益18%左右，18%正收益我们觉得在今年这个环境里面，如果大家对收益不是特别苛求的话应该是还不错的收益，但是我们叠加一些 α 之后，在组合上也做了很大的增强，这是我们今年整个的收益情况。

我们觉得这个策略还有一个非常显著的实盘特点在于抗风险能力很强，因为我们过去很多投资人去买了一些资产，其实都是基于某一个单类资产策略，比如去年我们可以看到权益市场有非常大的下跌，大概跌了20%，从去年7月份到去年10月份，我们刚刚说的疫情开放之前，同期，我们长雪中波产品最大只有4%。

另外一个商品，大家不是特别熟悉，真正参与到商品市场投资人是不多的，商品去年最大一块跌幅是22.7%，同期我们跌幅只有4.2%，阶段性跌幅最大是14.6%，同期我们的跌幅是6.2%，债券这部分也是去年比较罕见，因为去年年底我们看到有一波，比如银行理财的亏损，在这个我们整体组合收益是10%，任何一个单类资产下跌时候，只要不共振发生，只要是阶段性发生，组合抗风险能力阶段性都会比较强，这是我们整体组合在实盘当中表现一个非常大的特征。

精选Q&A

提问：我想请教一个问题，像你们这个风险平价策略，现在很多大的资产配置有一些国外的机构基于宏观因子进行配置，我们的 β 部分是基于平价策略做的，但是有一个问题，有时候利率因子暴露得比较多，这个时候我们有一些风险，这个风险控制，像你们在宏观因子和风险之间有时候怎么取得平衡？有时候就像利率因子，我看到完全按照平价模型做的话利率因子暴露度到了50%-60%。

杨鑫斌：其实你说得很对，如果是纯的，我们就讲完全的风险平价，我们所暴露的利率风险其实是非常高的，这个肯定是不合适的，当然了，为什么我说做宏观对冲，还有做全天候基金经理一定要懂债券，利率里面包括短期债券，长期债券，还有信用债，利率衍生品，实际我们可以通过包括曲线的交易，通过不同的方式把利率风险降低，但是可以通过从其他的一些债券上的策略，获得一些低相关的现金流，比如说一个债券多头所暴露的利率风险跟一个收益率曲线暴露的风险是不一样的。

我举个最近的例子，当经济可能是要预期转向的时候，长端利率向往上走，但是央行因为经济还没有彻底复苏，他可能还会维持一个短期利率的宽松，比如最近我们昨天看到降准，但今天债券可能又崩盘了，实际上是今天调整可能比较多的是长端，超长端，大家就很疑问，为什么短端跟长端会有这么大区别？是因为短期利率是流动性水平决定的，比如我们银行间的流动水平，长期利率源于投资者对经济的预期，如果我们经济预期转向，实际上长端上的幅度比较大，整个收益率曲线短端会维持稳定，但是长端会先上去，比如美国市场可能是一个倒挂，因为他收紧利率，所以在这个过程中，我们会有限地暴露，如果我们想用 β 暴露的是长端的利率，但是我们做投资 α 会围绕整个曲线评估所暴露的利率风险。

这个其实是可能很多投资者不太熟悉，或者我说直白一点，并不是说每个人都可以驾驭全天候，它对债券、宏观、利率的研究需要非常专业，如果你对这个不懂，你可能管理这个产品，因为利率是长期来讲不是随机，不像炒股票，股票随机波动，但利率可能是跟随经济的长期增速会出现均值回归，在特定环境下暴露风险释放可能是你发现债券可能是把11个月的钱，12个月把过去两年赚的钱亏光，我们在整个利率风险暴露比较谨慎，在这个过程中会做各种各样的债券的套利策略，包括还有最近可能熟悉我的客户都知道，我对债券比较谨慎，我们会用利率期权保证利率上行的风险敞口，我在8月月报写到这个问题。从历史经验来讲，如果中国PPI往上走的过程中，或者我们讲利率一旦开始调整，它的风险是非常剧烈的，所以说像我们产品可能目前我们已经对冲掉超过80%的利率上涨风险，利率现在是10年期国债2.22上到2.26，如果上到2.7，我们所有亏损全部被砍断，你需要对这些工具有很充分的认知，可以应用。

提问：现在其实我们比较烦人的是北向资金，有时候跟着汇率，只是一种相关性，并不一定是因果关系。这些因子，像你们全天候对宏观因子整体说组合是进行监控还是只是有一些平衡措施？还是按某个比例配置，比如现在北向资金，像股票，现在估值很便宜，但是北向资金还是不停流出，假如说股票涨到某一个高度，比如到3500，这个时候估值，这些东西我感觉，比如汇率这种，类似这种因子，我看你刚刚提到黄金，超配黄金的意思就是对冲汇率风险是吗？

杨鑫斌：对。关于汇率的问题，看你怎么理解，比如说刚才我也提了2021年到最近，日元贬值了40%多，但是日本的股票涨了20%多，人民币贬值了15%，但是我们人民币计价权益资产跌了30%，如果换个问题你觉得人民币贬值幅度不够大，还是人民币应该升值股票才能涨？从我的理解而是人民币贬值幅度不够大，因为被显著高估了，

这个其实是可能很多投资者不太熟悉，或者我说直白一点，并不是说你的对手利率已经到了5.5%，你的人民币汇率还在对手盘可能是0利率，或者2%、3%利率在增加，显然是不合理的，这时候像日本市场，印度市场，可能通过汇率贬值释放压力，来保自己的资产价格，日本、印度股票可以涨，但中国现在汇率打八折，GDP总量在全世界掉百分之二三十，领导面子上也不好看。汇率跟权益资产有一个跟我们讲的风险资产有一个什么关系呢？第一个阶段我们会看到你说的这些问题，资本出逃，风险偏好降低，包括去年10月份，非理性因素，当汇率贬值到一个阶段的时候会进入第二个阶段，就是我们资产属性，因为汇率贬值你购买力会下降，所以我们就会看到今天的原油、贵金属，今天中国计价原油涨了30%，中国计价的能源比海外计价能源在人民币贬值期间多涨百分之三四十，这就是汇率贬值造成的。还有一个，汇率贬值从理论上讲，第二个阶段了，当你看到的输入性通胀这些指示以后，它实际是要改变你的资产价格，如果你的资产基本面没有显著恶化，国外在定价，你也在定价，你的汇率贬值10%理论上你的资产应该升值，你的资产价值应该涨10%，这个过程被上资金对我们没什么影响，但是我们会通过类似的交易，比如我们贵金属对冲人民币汇率风险，包括这周，今天央行可能抛出了一些黄金，他要打套利，我举个例子，如果我们评估到汇率有大幅度贬值的风险的时候，我们可能会更多是持有人民币计价贵金属，或者人民币计价原油，当我们评估到汇率风险不那么大，甚至有升值风险的时候，我们会把境内产品，比如人民币计价的原油调到境外计价的原油，因为汇率如果升值对商品资产有一定的压力，所以我们会评估汇率风险，在全天候管理上。

提问：刚才您提到我们可以直接投资海外的这种原油吗？

杨鑫斌：对，是可以的。因为现在衍生品也比较灵活，我们可以通过总收入互换，跟券商做互换交易，直接购买WTR的原油，当然我可能现在持有一部分海外的，有一部分国内的，因为就是我说的，人民币汇率，最近也在做一些交易的动作，可能是控制人民币汇率，但实际上我说的，人民币汇率从我个人观点，它的改善我不认为会有大幅度贬值的风险，它的改善是基于两个条件：第一个是内部大规模财政扩张，经济企稳，利率上行，利率现在已经开始上了，可能前两周，10年期国债2.55左右，到这周可能是2.66了，再过两周可能2.7、2.8了。第二个改善的条件是美联储要能有效控制通胀到2%，货币收紧预期要打掉，美债要往下走，但是第二个条件是非常难的，第二个条件不会只冲击人民币资产，它会冲击全世界所有的汇率资产，包括美元计价的黄金，你会发现最近为什么内盘一直涨，外盘一直跌，你交叉发现就反映汇率还有黄金未来价值的问题，所以说这些东西我们都会系统性去考虑。

提问：您说美联储那边很难现在回到2%，但是我们看前几次的鲍威尔会议讲话，他说如果不回到2%，他会一直加息，您的判断是未来CPI3%左右到底，它没有回升，在这一直波动，这么说的话美联储您怎么判断他持续加息？

杨鑫斌：首先加息涉及的是基准利率，加息并不影响长端利率，长端利率是远期经济增长跟通道中枢决定的，现在美国收益率曲线一直是倒挂，短期利率非常高，短期可能是5.5%，但是5.5%的短期利率在我们看来，我认为可以是有效地遏制5%通胀。但是不是说非得加到6%、7%，是没有意义，它对经济伤害更大，只要保持一个比较高的基准利率水平，它就可以遏制通胀。

我认为美联储在短期利率基准利率调整上应该不会那么激进了，比如

像过去看到0-5.5%，在这个过程中可以看到全球所有风险市场都要低，整个水少了，如果他说我可能不加息，或者我就加25bp，我认为对风险资产冲击不是那么大。但是大家还是会感受到扰动，为什么？因为收益率曲线会变化，在这个过程中，大家预期你的经济很好。所以你会发现，基准利率没有调，但市场投资者开始定价通胀预期和长期美债，10年期美债往上走，包括30年美债往上走。原来我们认为衰退，当然衰退的前提是收益实现倒挂，大家都认为2年期美债和10年期美债是长期倒挂，可能衰退要来了，但在未来可能会发现，很可能收益率曲线开始逐步自身修复。即使美联储现在降息，远期利率定价都不仅仅是4.3%，或者4.5%的问题，10年期的美债。

基于我们的观点，我们认为美联储收益率曲线会修正，这个利率下限，短期利率下限大概是3%-5%，会波动，但是远期利率会比现在更高，但是远期利率调整不是水变少了，是投资者结构问题，为什么会上升？因为全球经济不衰退，大家这时候会做空美债，长端利率往上走，收益率曲线陡峭化，远端利率往上走，但是不会影响流动性，因为并没有调升基准利率，在这个过程中，我们的观点，对风险资产的冲击是有限的，在过程中你会发现原油会一直涨，原油跟远期美债会一起同步上涨，为什么？就是我说的，通胀越恶化，美债越上行，来回反复，美股就涨不动，美股会有压力，因为通胀预期改变了，原油只要涨，纵观所有滞胀环境里面，美股呈现周期性波动。

今年6月份到现在美债利率往上走，但是原油、贵金属，尤其是原油，价格一直在涨，包括美元也在涨，当你远期利率不是央行加息的时候，远期利率往上走，对风险资产冲击性，包括对中国价值股，在历史上来讲，我们不去考虑疫情前，我们考虑2020年疫情之前的市场，纵观过去10年、20年，只要美国远期利率上涨，中国的价值股不是下跌，是上涨的，为什么？

因为美国远期利率上升代表全球经济不衰退，全球经济很好，中国作为一个出口制造业大国，它的出口会比较好，所以为什么我说可能你去看一些数据会发现这个问题。

提问：利率未来长期您大致3%-5.5%波动这个是怎么判断的？比如说我现在一个逻辑就是，我现在美债收益率是5.5%左右，幅度比较高的位置，但是目前来讲，CPI还是短期有一个往上走的趋势，理论上来讲，它怎么会往3%降呢？

杨鑫斌：我是这个假设，即使现在调降远期美债利率都不应该是这样的定价，现在定价是不合理的，10年期美债，或者30年美债定价是不合理的。现在的10年期美债可能是四点几，但是可以更高。因为鲍威尔调的时候只能调短期利率，超长端的利率不是调息决定，超长端的利率是由投资者对经济预期决定的。

提问：刚才您说了一下从2022年6月份以来，美国是一直在持续加息，CPI是从九点多一直往下掉到三点多的位置，您会说是利好价值股。

杨鑫斌：九点多的CPI一直走到3%的CPI，股票这一类的资产都会受益，但是我说的价值股会贯穿整个5年甚至10年，阶段性你会发现通胀环境改善，无论是美国价值股也好，甚至科技股，反弹得非常好。

提问：这个是我想问的，在持续加息环境下，刚才您讲前一个阶段，2022年之前，美国一直保持低息，全都是低的，他的股市会长牛，相当于之后到2022年开始，美国持续加息，这种情况下，为什么还是股市强。

杨鑫斌：他的股市是像历史上20年前所看到的股市一样，以宽幅震荡为主，估值没有任何改变，涨出来的是企业盈利。

提问：咱们说短期，比如今年上半年美股大涨，包括里面像一些英伟达，谷歌，包括医药产业公司，他们可能也不是像您所说的价值股类型，应该算是成长股类型。如果按您之前的理论来讲，他们应该在这样的宏观环境里表现不佳？

杨鑫斌：去年四季度，我也讲了美股问题。实际上美股在去年四季度到今年6月份之前你所看到的，就是因为通胀一路改善，投资者看到的每一个月看到数据发现通胀一路往下走，美债利率可能是一路，因为硅谷银行倒闭下去了很多，整个利率环境是改善的，在这个过程中美股权益资产都会涨，投资者会改善他的预期。

但是，如果你拉长周期来看，这个通胀如果是摆动的基本假设成立，包括未来，甚至出现两轮摆动，三轮摆动，这个假设成立，那么科技股我认为在全周期里面是涨不过能源股的，涨不过价值股。你可能会发现，今年英伟达涨挺多，或者苹果涨很多，我可能说当美国通胀再次冲到5%以上，他们会掉很多，或者说其他科技股也是一样，是一个挤泡沫的过程。

所以你看，巴菲特持有的西方石油你可以参考2002年到2007年的市场，纳斯达克只涨了30%，但是同期西方石油涨了7倍，2002年到2007年是什么市场？美国人全部去买房子，股票不怎么涨，但是通胀很高，可能中国加入WTO，商品价格一路猛涨，最高时候原油涨到160，实际上你不能光看一个半年时间，你是有机会做科技股，什么时候科技股有机会？通胀往下走的过程中，可能这时候科技股弹性比较大；通胀重新往上摆动，能源涨幅跟科技股相比有显著超额收益。最近市场统计美股，发现能源股明显跑赢苹果，英伟达，或者一些科技股，伯克希尔哈撒韦创新高，但是苹果在调，为什么他创新高就是这个原因。

提问：你认为短期是在恢复，所以导致短期的成长股在上涨。

杨鑫斌：通胀是什么意思？通胀就是我们PPI跟商品是高相关的，PPI往下走商品掉不下来，它要往上对冲，因为对冲基金都要做多商品，这是一个最好的对冲通胀的方式，包括能源股有很强大的现金流，你会发现，在6月份之前，科技股很好，跑赢能源股，6月份之后价值股开始起来，科技股开始结束，如果这个东西来回两三轮，搞三五年，你会发现全球科技股根本不可能跑过能源股，现在的估值跟5年之后的估值还是一样，但是你要保证一点，他们的企业盈利，赚的钱能不能比巴菲特买西方石油更多。

提问：按照您预测来讲，未来我们科技股应该在高位振荡？

杨鑫斌：不一定对，我认为科技股会出现一个比较长周期的调整，不会再像2021年躺平就一直很好，这是我的一个基本观点。跟中国不一样，中国不太一样。

提问：从我的长期认知来讲，比如说我之前看很多专门做商品期货的，包括CTA策略专门基金来讲，他们长期的年化收益要优秀的可能在10-15之间，相当于您短期商品收益是很高的情况下，在这个过程中，您是做了很多主观判断吗？还是说怎么样？因为在这个期间段，我看很多我观察CTA策略里面的收益来讲，可能今年就是个位数，这一块我想知道一下这个怎么做。如果是做了很多主观判断的话，您可以讲讲未来我怎么能保证您所有主观判断都是比这个高收益，因为宏观这些商品类的判断是很复杂的。另外，债券，因为收益比较高，是在某些具体策略之上比较高的杠杆呢，还是说我们是买了一些高收益债？

杨鑫斌：先说商品的问题，我们可以看到 β 是10%点几的回报，另外 α 是我们主观所带来收益，我们对商品的判断，实际上也是就是我说的，比如从去年6月份之后，我们因为对美国CPI九点几往下走，刚才写示意图大家看到了，因为我们评估通胀要改善，我们在这期间是低配商品，但是到了四季度超配贵金属，因为实际利率是在改善的，在通胀往下走的环境里面你会发现原油会一直跌，黄金会一直涨，当通胀开始往上走的时候，原油会一直涨，黄金就会涨不动，为什么？因为你可以统计一下原油跟黄金跟美债之间的关系，原油跟美债是强相关的，黄金跟美债之间是负相关的，为什么呢？因为原油一直涨通胀就会上去，通胀上去，长期美债就会上行，长期美债上行，美元就会上行，美元上行黄金就会跌，有这样的宏观因果关系。商品超额收益，其实也很简单，我们在一个通胀低点逐步增配这个商品，并且我们认为全球通胀黏性比较强，在这个过程中我们超配黄金，包括今年6月份之后开始超配，二三季度超配原油，包括最近中国政策转变，整个商品资产超配方向调整，实际上这些都是基于我对未来通胀预期的刻画，如果我们认为通胀要往上加速，我们会超配商品，如果我们认为通胀要往下走，我们会低配商品。当然了，这样一个观点也会影响到其他资产，比如如果我们认为通胀往上走，我们就会低配债券，我们可能超配商品，如果我们认为通胀往下走，会超配债券，甚至股票，所以说在这个过程中我们所有商品观点全部都是基于我们对宏观通胀预期的分析。

提问：我听了一下，主要就是主观方面的。而且是很大敞口配置一些主要看好的，比如说像黄金或者说石油这些。您的10.1%是 β 收益，从我的观察来讲， β 收益也是跑赢了很多我长期观察的一些专门做商品的基金，这个收益是怎么做到远跑赢我们很多长期关注商品策略的期货策略，是因为我们是在，因为可能有些商品策略期货品种比较多，

可能做50种策略，有的时候是20-30种，您这个里面商品，咱们是做了多少种策略？主要做多还是做空？

杨鑫斌：对，这部分超额收益主要是主观方面来的。不过敞口并不大，我们整个持仓很分散。在商品里就一种策略，二十多个品种。并且，我们是一个天然多头的策略。

提问：那债券呢？

杨鑫斌：大家也可以看到9%的回报，第一，你说的高收益债我们不碰，这个违约很严重，很难处理，我也是债券出身，我曾经投高收益债投了很多，因为市场容量很小，而且赔率很低，中国法律保护不是很健全，我们觉得这个市场有瑕疵，而且流动性很差。债券主要还是以利率债，利率品种为主，我们这部分超额收益，今年的债券实际上是经历了几段，年初时候债券并没有大机会，可能因为疫情刚放开，地产商也一下，开始调整，到了3月份我们发现10年期国债开始往下走，走到2.8我们觉得也很奇怪，2.85左右，后来我们调研，或者我们分析今年情况，地产销量是很差的，所以我们阶段性就开始超配债券，3月份时候，因为我们认为中国地产复苏并没有那么好，当然，当时可能大家还在炒中特估债券反应的问题，债券已经开始往下走了，债券是一个机构市场定价市场，不是很散户的，你要明白，如果经济很好，债券为什么往下走？要思考这些问题。

当时我们在3月份开始超配债券，当然了，最近的市场，包括8月份市场，我们整个债券是敞口比较低，我们对债券是比较谨慎的，但是确实今年，到年初时候为什么全天候是比较稳妥，年初大家觉得放开了，今年最少是个牛市，至少反弹20%，实际上你发现搞了一年，经济还是很差，这就是我们的一个方法论带来的优势，它是能够应对经济的衰退，其实我也难以预测经济衰退，我也不知道经济会这样，我

也希望经济好，但实际上在投资过程中，我们就会面对这种问题。

全天候的好处， β 本身保留配置，债券意识到市场有风险时候，比如碧桂园倒闭，比如之前昆明城投债务问题，当我们意识到这个市场有风险时候，我们开始调增债券，抵御风险，我们债券做得并不好，你虽然看到我们债券商品有7.5%超额收益，但是我自己给我自己债券打分并不高。

提问：如果是债券价格下降，去抄底债券价格吗？以及您在债券里的收益有加杠杆吗？您能透露一下债券和杠杆的幅度吗？目的是为了对冲股票吗？

杨鑫斌：不是，我所有三类资产形成的观点跟单类资产，不是单类资产维度思考它，而是以整个宏观风险思考它，如果我们意识到这个宏观有风险会超配债券，并且调低商品布局。另外，债券肯定是有杠杆的。因为债券波动率，10年期国债波动率是三点几，我们未来要对冲比如1倍股票的时候，持有6倍到7倍的债券。主要是为了去对冲风险资产，包括商品资产，我们债券会有一个杠杆，因为你要想，如果你持有1倍股票，股票跌10%，债券也持有1倍，债券波动很窄，每天涨0.2%，没有办法对冲年化20%的波动率资产，但是当你把这个东西放大10倍可以有效对冲。

提问：高、中、低波三个策略，最主要的区别是什么？现在我们一般都知道它的波动不一样，所以说它的预期收益也不一样，最主要本质区别是什么？按照我自己的理解，我是这样理解的，我觉得可能因为商品和债券放的杠杆比例不一样，所以相应造成股票资金比例也就不一样，所以说也就造成波动不一样，这是我理解的第一个区别。第二个，在股票方面，是不是还有比如说高波可能在个股方面做得更多一些，在中低波宽基更多一些，个股做得少一些。

杨鑫斌：第一个您的理解是对的，中波所暴露的波动率是比较低的，但是高波所暴露的波动率风险比较高，三个大类资产同时加杠杆，简单理解就是每一个资产翻1倍，但是加完杠杆之后风险还是对冲的。还有一个资产颗粒度的问题，中波里面持有三个维度，第一个维度是指数，我们会持有指数，第二个维度会持有行业ETF，第三个维度会持有个股，指数+行业ETF+个股，在中波里面。

提问：你说指数、行业ETF和个股，我们就以中波为例，哪个更多一些？是宽基更多？

杨鑫斌：宽基指数更多，高波里面全是指数，不持有行业跟个股。我来解释一下，高波有更高的换手率，当我们意识到高波因为产品波动比较高，当我们意识到市场风险比较高的时候，我们会快速减仓，在半天之内把仓位降掉70%，砍掉70%，因为当你持有一个指数的时候，指数的交易性质比较强，但是当你持有个股的时候，可能你看重一个企业，或者看经济转型，不是这个月就可以兑现的，可能要长达三五年的时间，所以中波里面资产颗粒度更细，持有为主，中波里面基金经历带来的 α ，我们主观大概占比30%，高波里面主观占比跟量化占比是1对1，占比50%，高波你可以讲，或者我们讲再直白一点，**高波交易性质更强，中波持有性质更强**，我们很多资产是长期持有的，交易的那部分是占比很低的。

所以高波在我们三款产品里面，低波是一个将资产同时配置到高波或者中波里面，取决于我们对市场判断，这是从容量来讲，高波容量要低于中波，中波容量是比较高的，因为它的换手率比较低，但是它更加稳健，大家可以看到中波市场特征，回撤也很低，长期是很稳定向上的，资产颗粒度，包括我们还会持有港股，互联网企业，颗粒度很细，高波正是因为有很强的交易性质，带来换手率带来容量限制，高波可能就是做到上限比如30亿，可能我们评估就会对我们交易有

影响，如果对我们交易有影响，那我们就会把高波进行封盘。

提问：我理解我们高中低波的产品组成，每个产品主要是两个组成，一个是建立在风险平价的股商债三个产品平价组合，第二个是主观增强，我想问一下，比如说风险平价股商债，股票刚才说过了，高中低波不一样，主要是宽基指数和个股，股权主要以国债期货为主，像信用债、城投债、利率债有没有做？

杨鑫斌：城投债、信用债没有，主要以利率债（国债）为主，还有利率衍生品。

提问：我们以中波为例，现在在风险平价这一部分的资金配置比例大概是多少？

杨鑫斌：我们中波里面比如量化带来股票持仓比例大概是50%左右资产比例。

提问：相当于50%的资金，里面有一些杠杆加在里面，50%资金，放在风险平价上，股票、商品、债券配置都有，另外50%资金拿来主观增强，我现在开始看多股票和商品，我就多给股票和商品，是这个意思吗？

杨鑫斌：首先因为很多是期货交易，有保证金的，保证金使用，以中波为例，我们保证金使用大概是20%，20块钱可以达到像中波的资产组合，另外80块钱全是现金，具体我们所说的名义敞口，我们到底用保证金覆盖多少资产敞口，里面的中波里面股票量化，股票多投是大概50%，目前我们的超配股票大概是80%，商品也是类似的，商品可能量化部分带来商品配置是30%，或者贵金属，或者其他的债券类似的方式，资产配置比例可能不便说，但是总的资金使用效果，我们中波里面，如果用纯期货的保证金使用大概是20%，其他80%都是现金。

提问：我理解风险平价组合里面，应该主要还是债券和商品的杠杆，股票应该不存在杠杆吧？

杨鑫斌：股票没有加杠杆，商品也没加杠杆，只有债券是加杠杆，债券可能中波里面有一个两三倍的债券。

提问：现在我们主要资金放在主观上还是放在风险平价上？

杨鑫斌：比如说中波，中波我们70%的资产是在全天候模型上。30%风险放在主观上面，比如超配股票跟商品，高波我们是50%放在全天候的配置和 β 上面，50%放在我们，当然不超过50%是放在主观上面。

提问：我们主观增强，现在看多股票和商品，我们就去增配这个，拿出一部分资金增配，但也可能是错了，一旦错误了，对产品的波动回撤很大，我们怎么做一些弥补？

杨鑫斌：其实主观是肯定会有犯错的时候，大家都肯定的，必然的，比如我们超配股票不是现在超配，我们去年四季度开始超配的，今年股票表现很差，这就错了，但是错了对我们关系是有限的，因为我们实际上宏观的观点会贯穿三大类资产，这个观点的形成，主观观点形成不是对某一个，我今天看好这个股票，看好这个指数一定要买，而是要对整个经济的增长以及通胀有一个很好的展望，比如我们经济如果是不下行了，我们开始转向了，可能会低配债券，但是同时，这样一个决策的行为要同时保证超配股票跟商品，为什么？因为当一个宏观线索开始发酵时候，不会仅仅影响单类资产，会同时影响三类资产，在这个过程中 α 形成并不是基于某一个资产，而是基于经济的展望，所以这是第一个。

第二个，我们对经济的展望有没有可能是错的呢？当然有可能是错的，这个就会体现我们 β 部分的重要性，比如年初时候，我也觉得

中华民族伟大复兴肯定可以实现，疫情放开，地产肯定会起来，这个愿望是很美好的，实际是碧桂园快倒了，衰退了，你说我主观上能希望这个事发生吗？我肯定不希望，但是没办法，量化，债券多投带来的价值，你会发现，我们在3月份，4月份之前，可能还是低配债券，10年期国债从2.9下行到2.85，但是后面我们超配上去，这个过程中我们超配股票，我们会遭受损失，但是没有关系，这时候量化就会对冲我们的 α ，因为我们 α 可能阶段性对这个认识不够，量化就会更好地平衡这个风险，你的债券开始上涨，给你的组合带来一个正周期，拉长周期，我们产品会发现股票一路跌，我们是超配，但是我们商品在一路涨，而且全天候有一个优势，还有一些再平衡的收益。

我们在投资的时候，很多时候不会因为资产这一周涨多少，这一周跌多少随意调整我们的观点，比如8月份可能股票下跌了很多，大概损失很惨重，在我们的选择是什么？我们并不会因为今天跌15%就卖掉，或者止损，在这个期间可能其他资产是上涨，比如债券或者贵金属，这时候我的股票资产离我的配置会下降，所以我们会抛售其他资产继续加仓股票，这时候你会发现有很好的再平衡的收益，但是前提是这个资产估值不是那么贵，它可能便宜，我们评估它的下行风险是比较低的。

我们跟其他单类资产管理相比，当他们所遇到资产困境时候，比如股票多头，现在跌下来没法加仓，因为是满仓或者八成加不动，但是我们不一样，我们下跌过程中有其他资产对冲，这时候我们会调拨资金继续加仓股票，并不会因为股票跌了10%，下周跌了10%，我们不会维持超配观点，除非我们机基于超配观点逻辑发生变化，就是中国经济要完蛋了，彻底衰退了，如果观察到这样的问题我们可能会调整，除非是整个宏观逻辑发生变化，没有发生变化我们就会延续我们的超配逻辑，一直到整个经济转向，这是我们选择跟其他的管理人相比，

取得超额收益一个很重要的原因，其他管理人搞到最后子弹没有了，但是我们在任何时候，股票再跌20%我们还是有充足的弹药可以加仓。

我们认为当资产，很多时候投资机会不是在全天候方法论里面不是涨出来的，不是资产一下涨20%就有很多投资机会，不是，而是跌出来的，但是跌出来对于单资产管理人员而言是扛不住的，可能一下股票跌了0.6或者0.7，可能回本了，很难，但是我们优势在于，我们在最困难的时候，像去年10月份、11月份，还有子弹去加仓这些风险资产，包括商品，去年一度跌22%，对我们冲击也没什么，跌下来还是有配置它的机会，原油跌到60开始增加它的配置，现在涨到90开始逐渐降低它的配置。

所以它的优势在于你不用去惧怕单一资产波动，也不用关心单一资产，我们拉长周期，实盘上面如果统计相关性，跟股票资产相关性大概是0.2、0.3，股票涨价跟我们产生严格意义上没有太大的关系。

提问：刚才看了咱们的介绍产品，我觉得从理论上思路是挺好的，大家知道在中国做宏观对冲的难度还是比较大的，特别是跟国外相比其实还是不太一样的，因为有一些本身市场的限制，包括策略规模容量是有限的，由于国内衍生品的数量也不够，包括关键的外汇资产包也是无法交易的，所以跟国际主流基金完全打法不一样，存在着一些方向窄，工具少，所以说这种宏观策略，特别是全天候基金受这个影响比较大，咱们这个产品怎么克服这个问题的？

杨鑫斌：首先我觉得大家看到的是所谓这些工具少，工具少其实就目前我了解这个市场，国债期货也好，股指期货也好，或者其他的场外衍生品也好，包括银行间市场利率兑换都是够用的，唯一一个不足的就是外汇资产，坦率讲我在国内做全天候没有办法对冲人民币纯汇率

风险，但是我们有办法克服贬值带来的影响，比如我们持有贵金属就可以对冲贬值带来的风险，但是并不是效果最好的，如果美元持续利率上升也是有冲击的。

比如我如果跟别人开展外汇交易，我要做空人民币是被禁止的，这是我们一个弊端，但是这个弊端并没有对全天候在中国市场长期业绩有多大影响，中国市场您说了，有它的特征，波动性大、散户多，资产价格波动非常剧烈，但是从我们的研究来讲，全天候的资产特征就是，如果你是风平浪静，很太平，这个策略创造不了多少超额收益，当然也能涨，但是发挥不了它的优势，当这个市场非常动荡，各类资产开始显著波动，债券也波动，外汇也波动，黄金也波动，原油也波动，股票也剧烈波动，它的策略优势会体现出来，它可以在波动剧烈市场里面拿到很多超额收益。每个资产上下波动20%在我们来讲是非常好的，我就可以有机会去捕捉这些平衡的超额回报，因为我要平衡风险，平衡风险带来投资价值，当一个市场，像美国市场没有任何波动，纳斯达克波动率比我们上证50或者沪深300还低，你的超额收益非常有限，中国市场通过我们研究，超额收益显著超过澳大利亚，超过英国，超过美国市场。

所以说这个市场您说的外汇风险说实话确实没有办法对冲，但是它所创造的，基于中国现阶段市场创造的收益也是显著高于海外的，这是我们目前的一个研究。

提问：宏观比较难做，国内做的比较好的，半夏还是不错的，跟半夏相比您觉得咱们产品优势和劣势在哪？

杨鑫斌：这个问题问得挺好，首先蓓总是宏观择时，我看好股票了，我一下七八成仓位到股票，看好商品某一个品种两三倍商品干上去，对我们来讲不是对冲。

我们产品在任何一个时间截面上看，是三大资产都是分布比较均衡的，不会存在我看好股票满仓股票，这种优势在哪？在今年市场可以看到，是有明显优势的，可能我们创造40%多的收益，其他宏观择时管理人对市场判断的失误，什么叫宏观对冲？对冲到底是什么？如果你要评估一个宏观对冲基金好坏，最佳的情况是经济衰退，大萧条时候，甚至“黑天鹅”风险时候，你要看到这个基金不会出现大跌，甚至扛下来，甚至继续涨。宏观对冲对冲的就是经济衰退，对冲的就是通胀，对冲的就是“黑天鹅”的风险，如果没有这个能力不能定义为一个宏观对冲基金。

我觉得这个实际上是我们跟它的区别，他的能力很强，如果他看对了，我可以说短期里面他的回报是非常高的，非常惊人的，但是我们回报策略是长期比较线性，你会发现不温不火，慢慢涨，我们不会为了苛求一个特别出色的单类资产，年初二季度我们看好原油，蓓总如果这个风格，他可能一下子买原油，如果做到现在，可能翻两三倍了，但是我们即使那么看好情况下还是有限的克制，在组合里面布置一份对冲通胀风险，这是我们之间的区别，有利有弊。

蓓总看对产品涨得比较快，我们属于不温不火，长期是比较稳定的，而且在我们观察，我的视角来讲，全天候，可能大家觉得我们业绩挺好，但是我可以明确地告诉大家，在过去一年市场里面，全天候属于一个低回报时期，为什么？它的低回报时期主要体现在风险资产几乎都在下跌，没有上涨趋势，我们今年可能现在看到商品涨挺好。

但在6月份之前商品是剧烈波动，可能是大跌，今年市场非常动荡，但是它是本质上整个全天候方法论建立的方法论，目前还处于一个，过去一年市场是低回报市场，大家还没有看到风险资产开始转向的时候，风险资产转向时候可能更好地能够感受到我们产品的进攻能力，它会有这样一些特征。当然今年我们挣钱就是因为经济衰退，如果

没有衰退实际上我们不会有这么多超额收益的。

提问：美国的下跌对全球资本市场有一个巨大的影响，而且在我们现在国内环境也看到了，比如失业率在上升，经济环境确实在恶化。

杨鑫斌：讲到风险问题，全天候之所以叫全天候，就是因为它可以克服经济衰退，克服这种“黑天鹅”，比如你刚才说的如果经济继续衰退，跟日本当年一样，日本从房地产泡沫破了之后，房市价格跟股票市场跌了20年，这20年里面，基本上只有反弹没有上涨，一路往下跌，这20年里面出现一个什么情况呢？出现了一个20年的日本债券长期牛市，所以说如果发生经济衰退债券资产贡献很多超额收益，包括贵金属，如果你买我的产品发现我8月月报里面写得很清楚，一方面可以对冲人民币汇率风险，另外一方面，更重要的是它可以对冲在高利率背景下海外经济增长不足的风险，就是你说的这个问题。

所以说我们会通过这样的方式，明年3月份产品业绩大家可以看一下，硅谷银行倒闭了，全世界大跌，中国也跌，我们产品还是很稳定，就像你说的这个情况发生了，你还真的应该考虑全天候，只有它能够渡过，其他的所有估计都撑不过去，你只要总结一下环境，在过去一年市场都比这个更差的市场环境就可以了。

怎么样考察一个宏观对冲基金真正意义上的投资能力，或者它的优势呢？不是考察经济繁荣的时候，而是要考察在经济衰退，在大萧条，在“黑天鹅”金融危机来的时候，这个产品的特征是什么，这才是更为重要的。

提问：您说2021年以来，世界经济格局开始发生变化，你们长雪产品的各种大类资产，用于回撤收益率，波动率，以及相关性的回撤区间是什么区间？您说2021年以后世界经济发生变化，根据这个调整策略吗？

杨鑫斌：我们所有用的波动性区间都是基于长周期的，至少每一个资产都要经历一年的留选。目前来看，我们所有基于的这些，或者我们讲波动率的变化，目前我们观察到的没有显著有变化，可能在过去一年市场我们显著观察到一个变化，所有资产波动率其实都在下降，这个下降也是有原因的，就是因为美联储收紧，全球市场流动性不足，这个很好理解，您说的2021年之后，未来整个世界格局变化，那实际上就是这个世界格局的变化并不会代表资产特征的变化，它代表的是资产的上下摆动幅度会加速，并且在这个过程中，你的单类资产策略是比较难的。

如果是拉长周期，比如你把全天候放到美国市场放到80年代，或者70年代市场来看，大萧条也好，滞涨也好，经济繁荣也好，还是长期稳定创新高，无论利率上行周期还是下行周期，为什么我们去做这样的事情？也是基于我们对这个事情充分的认知，正是因为环境要发生变化，我们才做全天候，如果环境很好，像原来一样，说白了，我们全天候我相信，比如股票牛市，你说40%多的产品有什么优势呢？股票牛市可以看见大量股票产品都是翻一两倍，正是因为环境发生变化才要做这样的策略。

提问：高波是在 β 和 α 都加杠杆吗？这个加杠杆加多少？

杨鑫斌：实际上我们整个波动性是约束的，分两部分，一部分 β ，一部分 α ，总体是约束的， β 部分，我们股票也好，债券也好，高波部分，如果是 β 也会带着杠杆， α 可能在这个基础上，会根据我们对资产观点再叠加，最后形成大的投资组合，会通过一系列的风险计算，因为全天候方法论的基础为什么能对冲？是基于资产之间的低相关性，甚至负相关，所以我们组合起来这样一个投资组合，量化跟 α 一起结合起来去看，它的整体风险暴露是有约束的，高波产品风险暴露最大风险是跟股票多投是一致的。比如我们股票可能是1.5倍，商品也是

类似的，债券可能是6、7倍，7、8倍。

提问： β 再平衡的周期是多长时间？

杨鑫斌：平衡是两个维度，第一个维度，我们每个月会定期再平衡。如果我们观测到资产价格剧烈波动，比如股票暴跌20%，10%，如果显著超过1.5倍的标准差。像这周实盘例子，这周内盘暴涨，比如今天上午或者昨天，我们就一直抛售，因为我们觉得定价不合理，忽然开始涨，当我们观测到一个资产风险调整后的回波显著超过资产平均回报，它的波动性跟其他资产风险调整之后的个性，并且也是超过它自身，我们就会做调整。

提问：产品在运作期间，您下面会有不同的基金经理去负责不同的板块，他们是独立去运作，有一些指标框架，交易框架限制？还是说在您会统筹？

杨鑫斌：会统筹，因为每个资产进到我的组合里面，每个交易进入到全天候组合里面，都要考虑它对风险的影响，比如三个投资经理，这个人做债券，那个人做商品，还有一个人做股票，三个人过来的风险敞口都是经济复苏，这显然是有风险的，你对经济复苏压注过高，或者是对一个单一方向上是过度暴露，就会有风险，所以我们会平衡。

提问：在所有的交易品种上，会做止盈吗？

杨鑫斌：我们其实没有止盈止损的说法，我们**更多**考虑这个资产，比如资产平衡过程中，涨多了，我们可能会降低，因为它的风险空间会超，这个不是止盈。包括主观部分也不会止盈，完全是基于我们对基金的理解，我们超配商品，我们会什么时候结束超配商品呢？我们会等到PPI高点降低，如果对未来通胀预期要转变的话，我们认为全球通胀黏性，通胀风险，二次通胀摆动风险不那么大了，我们可能会调低商品，在此之前，我们是不会动的，我们配置观点是不会变的。

比如原油我们可能是超配的，超配的比例是不会变的，但是原油一下涨了30%，我肯定是要减的，因为它是显著超过对我组合风险，比如股票，像这个股票一直跌，其实我们也没有止损的说法，这时候因为跌的时候，尤其是大跌时候，导致整个组合风险是不平衡的，可能我这时候组合本来有一部分资产风险是股票，这时候会大幅度降低，这边债券涨了很多，债券风险大幅上升，这时候我们就会把债券抛掉一部分买股票资产，把风险重新平衡。

提问：整个产品，从高波产品来讲，它在控制风险上仅仅以波动率为指标吗？

杨鑫斌：不是，一方面波动性，第二方面还有导航仪，全天候建立对冲的基础是基于资产之间的低相关，甚至负相关，如果资产之间全部都是高相关，并且一起下跌肯定是有风险的，是不对冲了，是同方向暴露了，所以说我们的导航仪监测的就是全球资产，第一个情况下会不会是一起，最近市场相关性上升，并且一起共振下跌，如果我们监测到这个风险，我们会降它。

第二个，如果监测到利率上行，类似央行货币收紧，可能股票涨了，但同时股票跟商品资产又开始同频下跌，类似美国在去年的市场，我们也会去降它。两种情况。在这个过程中，这时候它的减仓幅度比较大，我们一次可能减低70%，而且从我们历史经验来讲，这个问题不是基本面的问题，而是流动性的问题，往往跟人民币汇率有很大的关系，你会发现，大家都砸汇率时候，好像所有资产都在跌，类似上周的市场，忽然商品也跌，股票也跌，债券也不涨，全部一起跌，这个时候意味着整个人民币计价资产里面有相当一部分流动性就走了，抛售的不仅仅是股票，可能抛售的是包括你的债券，包括你的商品，是同频抛售的，这样一个风险我们是需要去防范的。

提问：另外在主观上，这些品种，仓位配置是均配吗？

杨鑫斌：不是均配，风险高的，波动性高的，需要考虑它所带来的风险对组合的冲击有多大，比如举个例子年化波动率高达40%，股票波动只有20%，我再怎么超配，对子和风险是同频的。有一些资产原油、黄金受到的经济因素的影响，定价可能是海外定价更驱动的，所以这些资产，包括铜，这些东西我们会考虑汇率问题。

厚雪长坡俱乐部

持仓客户分享

1、持仓客户投资经历介绍

Y女士：我是2017年开始配置私募基金，最开始配的主要就是股票多头，因为我1996年的时候开始自己做股票，后来逐步地转移到基金里面去了，也做了一些像宏观对冲的。其实我这次买高波的时候是从半夏出来，2023年的2月份的时候，那时候从半夏出来，正好组合里也需要配置一个宏观对冲的基金。正好5月份的时候，鑫斌总在这路演，我对他们这个策略方法论特别认可，就观察了一段时间。

这个产品刚上线的时候，我也没有马上进去，因为那会我问他们，他们说得是净值数据是量化模型跑出来的，所以我就又观察了差不多一个月，感觉他们这三个档次里，高波鑫斌总做得更加顺手，我就配置了高波的产品。

R女士：从2005年开始，正好赶上一波大牛市，自己最开始做投资也是直接下场炒股票，当然，运气非常好，赶上那波牛市，挣了一些钱，有一句话说靠运气挣的钱最终有可能都是靠你的认知亏回去。

所以2008年金融危机时候，基本上当时赚的钱也都吐回去了，当时自己有一个感受是，做投资，尤其是下场直接炒股票，做债券也好，还是专业事情交给专业人，你没有时间，尤其是在你自己主营业务很费时间时候，你没有时间看股票，研究很多上市公司情况下，不如把这些资金交给其他人。

我最开始做二级市场从公募开始，投私募基金大概2015年开始，也是从多头开始，当时也是觉得公募虽然做得有一些很好的投资标的，但是在风险控制上我觉得有一些私募基金做得更好，而且在仓位灵活性上会更好一些，所以从2015年开始做一些私募基金，也做了一些商品策略，到这次全天候，这大概是我过往的投资经历。

2、当初是怎么知道长雪这样一个策略，两位都配了高波，现在产品的表现有没有达到当时买入时的预期？

Y女士：说起来应该是超预期的，因为之前我持有半夏宏观，为什么要赎回它呢？就是因为在2023年1月份的时候，春节刚过完的时候，管理人就说他的仓位从八成多一下子降到四成多，他的月报里面也说是他对商品和债市都不是太看好，而且那个规模我感觉也就扩张太快了，所以就赎回了，正好5月份的时候，一直在寻找，还想配一只宏观对冲的产品，5月份的时候咱们这个雪球这边，鑫斌总他们做路演，我就把这个半夏的产品和鑫斌总他们的这个策略方法都做了一些对比，半夏他们是属于主观的，择时的，全靠人判断，那个相对来说风险和收益都是对等的，判断错了肯定就是回撤会很大。

我听了鑫斌总他们的方法论和策略感觉非常符合我自己的风险偏好，我平时像债券那些我根本不看，我基本都是，能够承受比较高的波动，观察了一个月左右，我配置的这个高波。

R女士：我跟在座有可能很多投资人是一样，之前的投资体验特别差，不管是公募基金还是私募基金，基本上持有各个策略都在亏钱，以为有各种大类资产做一些组合，有可能能让我的持有体验更好一些，但在过去两年，我自己的体验是不好的，一打开全部是绿。

当时选择高波主要原因是，我比较认可大类资产配置这件事情，因为你靠一类资产还是受经济周期影响，它不可能永远在一个经济周期项下一类产品永远挣钱，这点是我一直坚守的，这也是我们过去一直挺相信的方法论，投资上来讲应该是做资产配置，第二件事情应该做再平衡，第三件事情，我还是相信长期持有的事情。

但是在我过去投资过程中，资产配置自己好像做了，但是应该配多少，这个事情还是很难让个人判断，还是需要在宏观分析在里面。

什么时候再平衡这个事情也是挺难的，虽然知道应该去再平衡，难道就是按照自然周期，1月1日到12月31日，我看各类资产比例再平衡吗？好像也不是这么简单的事情。所以我自己在投资理念上认可情况下也希望找寻一种方式能实现真正跟我自己目标，或者预期，投资预期相符合的，坚持方法论，同时达到一个好的结果。当时全天候这个产品出现的时候，我就观察了很长时间，首先我觉得它的方法论是符合我自己的想法，应该就是用各类资产做配置，现在全天候是股票、债券、商品，同时再平衡是用风险敞口进行调整，我觉得这就是再平衡动作，这个不仅仅是靠人，是靠系统算法算出来的，我觉得更客观。这种情况项下，我自己觉得底层方法论我是认同的。

同时确实，之前亏得太多了，我为什么选择高波？我就希望如果能有一个高弹性的产品，如果我认为这个方法论是对的，我就找了一个高弹性的产品能弥补之前我的亏损，让我回本的时间成本缩短一些，从这个角度，我观察了全天候高波，因为也运行一年多的时间，我发现基本上市场不好的时候跌，单周也会跌，我觉得这很正常， β 没有的时候不可能永远都是挣钱，该亏钱亏钱，但我最担心一种，我相信很多人也会有这种，就是市场来临的时候，涨不回来，或者涨的速度比平均指数还要低，这个让我心里很难受持有这只基金。

我发现高波，市场不好时候是回撤，当然市场好的时候，它的弹性很好，它能把亏损快速弥补回来，能修复回来，同时没有出现三类资产大类回撤时候，基本上它也有很好的互相三类资产对冲，能赚钱的概率挺高的，所以我就选择了我们的全天候高波。

3、自己过往总结下的私募投资经验，或者谈谈未来会怎么做。

Y女士：我在选私募的时候，也有几个条件，除了咱们平时雪球上讲的12字真经，我自己在选的时候，我又附加了一些条件。首先，对私募公司的股权架构要考虑，就是看基金经理是否在这个公司有股份，或者是他是创始人，他的人员什么的，就会稳定一点。规模上我一般选的时候都会选他的策略规模红利期，不能规模太大，规模太大一定收益会下来的。规模就看策略，像咱们鑫斌总的高波规模上限是30亿，我的预期就是先拿着，等它的规模到30亿左右，规模大了收益肯定不好，而且就是为什么之前我果断从半夏里出来，其实他做得也不错之前，就因为我买他的时候，是50个亿，也不小了，后来到我出来时候已经上百亿了，所以我就感觉规模太大了，其实我自己以前做股票时候都会做一些大的波段的走势。

对锁定期流动性我感觉也是非常重要，比如说你买了一只产品，遇到风险，或者它会有什么公司，或者是出什么问题的时候，你能尽快地退出，这个锁定期一定不能长，因为这个我吃过亏。我最多接受一年的锁定期。

还有就是买产品的时候，最好是要听基金经理的路演，别的什么市场、营销总监，他们是程序化给你讲，其实你根本感受不到这个基金经理他本人的认知，还有他的操作手法、理念，一定要去听，或者就是现在很多都是网上的，网上直播的也要听这个基金经理亲自讲的，你才能感受这个基金经理这个人，还有他的认知，这些才能感受到。像咱们听鑫斌总，你就能感觉到他这个人，他对宏观各个方面，就回答得非常清晰。

R女士：我来聊下我接下来的投资方向吧，还是会观察一下全天候现在的模型跑的情况，再观察半年到一年，如果真的所有模型有效性，以及鑫斌总宏观判断整体能力跟我的预期，或者是超越市场，跟我的预期保持一致。我确实有可能调整我自己的更多仓位到长雪里面。

我觉得没有必要花很多时间研究很多只产品，因为一打开界面里面十多只，甚至20只产品管理起来很难的，如果有一种方式能把现在市场上大类的资产覆盖的话，确实会让自己减负一些，我大概率可能50%-60%资金会放在全天候里，但我不会都放在高波里，我还会放一些中波、低波分散一下整体自己的风险，规避一下风险，真的出现极端风险的时候，还是能有一些综合性的平衡。剩下的有可能20%、30%自己找一些市场上还不错的管理人继续持有。



厚雪长坡
俱乐部

感谢大家的收看与关注，俱乐部还提供一些其他权益，比如为持仓用户开放的基金诊断，管理人专属茶话会，走进基金经理，俱乐部成员聚会，私募精品课长期内容等，欢迎大家踊跃参与。如有问题可联系小雪~