

这是付鹏《大类资产框架手册》第二章节（金融市场与FICC大类资产）的深度总结与逻辑梳理。

如果说第一章是**“建立世界观”（理解分工、分配、债务的底层逻辑），那么第二章就是“确立方法论”。这一章主要解决的是：如何将宏观逻辑落地到具体的FICC（固定收益、外汇、大宗商品、权益）资产交易中，并确立了“美债”**作为全球资产定价核心锚点的地位。

以下是详细的逻辑梳理：

一、核心逻辑图谱：从决策层到资产端

付鹏指出，分析大类资产不能只看简单的线性相关（如“美元涨导致XX跌”），而要建立一个以决策者为核心的反馈模型。

1. 内核变量（顶层设计）：

- **核心驱动：**一切的核心是管理层（包括各国央行、财政及行政管理者）。除非赌全球货币体系重置，否则必须盯着央行看。⊗⊗⊗
- **四大要素：**管理层通过政治、经济、政策以及特殊的政治商品——原油，来驱动宏观环境。⊗⊗

2. 传导路径（宏观策略派生）：

- 宏观决策 → 影响 负债端成本（主要是美债）→ 派生到 汇率、债券、股票、商品 市场。⊗⊗
- **交易核心：**真正的宏观交易是在调配资产负债表。你需要判断在当前周期下，哪个资产的回报率值得追逐，哪个负债的成本值得利用。⊗⊗

二、全球资产的“定海神针”：美债

在所有大类资产中，美债处于最关键的位置，因为它决定了全球最主要资金的负债端成本。⊗

1. 货币政策的传导与失效

- **作用机制：**货币政策（加息/降息）主要作用于短端利率（改变短期融资/负债成本）。它不能直接决定长端利率，长端更多反映经济增长和通胀预期。⊗
- **传导逻辑：**通过改变短端成本，影响投资回报率（ROI）与负债成本的差值。当负债成本 < ROI，投资扩张；反之投资停滞。⊗
- **当前困境（失效风险）：**2008年后，单一货币政策的有效性大幅减弱。如果债务和收入的分配结构不解决，宽货币无法转化为信用扩张（钱放水了，但没人借得动或没人敢借），货币政策就会在债务端被阻断。⊗⊗

2. 收益率曲线的信号（长短端利差）

- **扁平化/倒挂的含义：**不是简单的“倒挂即崩盘”，而是意味着投资回报率逼近负债成本，投资行为将停滞，经济存在下行风险。⊗
- **交易机会：**交易美债长短端利差（如2年期 vs 10年期）的变陡（Steepening）或变平（Flattening），往往比单纯做多/做空债券价格更稳健，因为这紧跟货币政策周期。⊗

三、资产反馈逻辑与波动率

付鹏强调，不要看简单的K线价格，要看波动率和跨资产反馈。

1. 波动率是周期的刻度

- 低波动率 = 正反馈（加杠杆）：在全球化良性周期中（如1997-2008部分时间），波动率低，美债长短端利差收窄，资金双顺差流入生产国（中国等），资产价格上涨，适合做Carry Trading（套息交易）。
- 高波动率 = 负反馈（去杠杆）：风险回归，系统性风险爆发（如2008年），资金回流。

2. 跨资产的“错配”信号

- 单一资产可能“说谎”或反应迟钝，但跨资产比较能发现问题。
- 案例（澳元/日元 AUD/JPY）：这是一个极佳的风险情绪指标。
 - 澳元：代表全球总需求（生产国向资源国的需求）。
 - 日元：代表全球套息交易的负债端（避险属性）。
 - 应用：如果股市还在涨（波动率低，看似祥和），但AUD/JPY已经开始暴跌（风险边际值突破），这就出现了错配，预示系统性风险即将来临，必须小心。

四、经典交易策略与应用案例

基于上述框架，付鹏分享了几个非常实战的宏观对冲策略：

1. 宏观对冲策略：做多标普 + 做空东证 (SPX vs TOPIX)

这是一个分离***“长期价值”与“投机波动”**的经典策略。

- 逻辑：
 - 美股（标普500）：包含“长期增长斜率”（企业盈利、技术进步）+“投机性波动”（流动性）。我们想赚的是长期增长的钱，但想规避流动性收紧的风险。
 - 日股（东证/日经）：自1990年泡沫破裂后，日本股市几乎没有“长期增长斜率”（横盘），它的波动完全由美债长短端利差（全球流动性/投机资本）主导。
- 操作：左手买入标普500 ETF（获取长期增长），右手做空东证指数（对冲掉全球流动性收紧/投机退潮的风险）。
- 结果：对冲后剩下的就是纯粹的Alpha（长期增长收益），剥离了Beta（流动性波动）。

2. 波动率交易 (卖VIX)

- **逻辑:** 利用VIX指数(恐慌指数)大部分时间处于低位且具有高昂移仓成本(Contango结构)的特性。
- **操作:** 在低波动率环境下做空VIX(卖保险), 赚取时间价值。
- **风险控制:** 这是一个“赚小钱、亏大钱”的策略, 必须定期提取利润。比如用50万本金赚了150万, 必须把利润取走, 因为每隔几年必然会有一次爆仓(高波动率回归), 爆仓后用本金再进场。

3. 债券与时间价值

- 债券和商品交易极其看重**时间价值(Carry/Roll Yield)**, 这与股票不同。
- 对于普通投资者, 如果不直接交易债券期货, 可以通过ETF参与:
 - **TLT:** 做多20年+美债(交易长端利率/经济预期)。
 - **LQD/HYG:** 投资级债/高收益债ETF, 用于观察信用利差和风险偏好。

五、总结与启示

这一章的核心在于**“联动”**。

- 你不能孤立地看股票或大宗商品, 因为它们都是**利率(美债)**变动的结果。
- **宏观交易员的视角:** 观察央行政策 → 预判美债长短端变化 → 确定全球资金流向(是去新兴市场套息, 还是回流美国避险) → 在权益、外汇、商品中寻找错配机会进行套利或对冲。

接下来如果还有第三章内容, 通常会进入更具体的**大宗商品(Commodities)**分析, 特别是原油和铜的供需与宏观属性的结合。