

交易的路

本文原本发表于一个小众论坛。

雪球的朋友提议让我挪到雪球上来一起交流探讨，我一直嫌太过麻烦，所以迟迟没有做。

今晚才知道，他已经帮我全部整理完毕，只待我贴出来。

心里实在很感激。

恭敬不如从命。

其实自去年以来，做个股已经非常少，多数交易都是在期货市场和债券市场。那天有个朋友说，每个人都有给人共享自己心得的欲望，我想他说的应该是对的。

先说发帖子的目的：

1、名字叫交易的路，这是一条极少数人可以成功的路。在这个论坛上，有很多人无知，盲目，甚至偏执，他们还在用古老的思维来思考市场，比如找庄家，找主力；这是刻舟求剑的方式；这种方式已经完全落伍；资本市场的去散户化是如此的明显，在我看来，还拿着过去的长枪去裸奔拼命，在历史的洪流里，连钱渣都不会剩余；我想展示给大家看一个职业交易者的思维模式，思考问题的角度，还有他的交易习惯；可能依然会局限在有限的市场，比如商品期货，比如债券交易，比如股指期货，或者外盘；

2、我想告诉大家什么是挣钱的先决条件；很多时候没有这些条件，长久看是要赔光的，将来我会慢慢说，不着急；

3、我在这个论坛上的主题帖子非常少，自此，一些操作上的日志和一些品种的判断，包括一些讨论我都会尽可能的放在这个帖子里，也许将来有一天我离开了这个市场，也会发现自己留下了诸如武功秘籍一样的东西，那恐怕也会让人挺兴奋吧？至少我曾经做了些什么事；

说完了目的，再说我的原则：

1、熟悉我的朋友都知道，我生性随和，基本不会同人发生口角，所以在这个帖子里，我欢迎讨论，但拒绝谩骂和争吵，更拒绝标签；在网上也好，在生活中也好，我没有同伙，我说过很多次，我是个体户；

2、我不用 QQ，上微博仅仅是关注别人几乎很少发言，坛子里有朋友知道我的联系方式，我希望你们替我永远保密----看在我从来都热心帮助你们回答问题的份上；

3、我不需要代客理财，也不需要煽动谁跟我一起操作；所以请不要给我打标签，我很不喜欢这样的行为；

4、所有的我的分析，都是我的；不是你的；而你的钱是你的。所以切勿把我的操作当成你自己的操作依据；挣钱了，是你的运气，赔钱了也是你的运气；你赔的钱不会进我的口袋，正如你挣得钱不会分给我；我只是告诉你，这是一条什么路；如果你能尽早的发现你不适合，那我算是做了一件大好事；

5、在网上我很少回答具体的个股观点，就算说，也会强调：我的看法。跟我熟悉一些的朋友都知道，我谈及自己的观点会非常清晰，我没有遮掩，不会说一些高抛低吸的场面话，但是我强调灵活。所以，也许我的观点会前后不同，但好在我基本上只做长周期，因此不会很离谱；

场面话说完了，就从现在开始吧。

—
什么路？

这是一条什么路？

- 1、门槛极低；
- 2、成材率极低；
- 3、歧路极多；
- 4、误区遍地；

这是特点。

成功的条件，我认为有几个因素：

- 1、性格：性格温和的人容易在这行成功。未必是行动派，但是性格温和，容易接纳别人的思维，不贴标签，没有固定思考死角，心态开放；
- 2、必要的知识：逻辑推理和演绎能力；数学能力；一些最基本的交易知识和规则；
- 3、韧性：我自己的经验，我对自己砍仓的极限是连续三次，我知道有些人可以连续砍 10 次，其实后 8 次是破罐破摔，那不是韧性；
- 4、决断力：犹豫的性格，不行；决断力体现在敢出手，其次体现在能接受结果；
- 5、心理学：更加高级一点的知识，要懂得大多数人的心理学；
- 6、有自己的哲学：很重要。这是你锚定的一个基准点，无论是交易哲学还是生存哲学，对你的帮助极大；行不成自我的交易哲学是不可能走上某个台阶；
- 7、反复的实际操作经验：至少有 1000 笔以上的成功交易才可以体会所谓的盘

感，大多数人的盘感不过是运气；为了低成本学习，我建议从模拟盘开始，假设模拟盘不挣钱，实盘是不可能挣钱的；

二

对于自身的认知是最基本的，我喜欢吃桃子，有些人对桃子过敏。首先问问自己的性格，适合什么。

急性子不做长线 and 套利；慢性子不做日内炒单，这几乎都懂。

但还有些东西需要长期的探索才知道自己适合什么：

- 1、你的承受能力有多少？
- 2、你对待资金变动的感受是什么？
- 3、你愿意做多少的风险收益比？
- 4、市场的那些品种比较适合你的性格？

我估计很多人从未考虑过诸如此类的问题。

这些问题也不是考虑就能考虑出来的。更多的是尝试。

你做了 30 万头寸晚上已经睡不着了，那就先做这么多；做模拟盘手心都出汗，那还是别着急实盘了；对不对？

明白自己，寻找适合自己的方法，是套利，是短线，是长线还是价值投资。

关于价值投资后边再说，我认为大多数人的价值投资方法是错的。

三

明确分析和交易的关系。

市场上有两种人，一种是分析师，一种是交易员。两者的思维是本质区别的。

我在别人的帖子里说过：

分析师讲究事实，讲究逻辑，讲究推理和演绎，而交易员讲究灵感，讲究试错，讲究风险收益比；

很多人嘴巴里说：我从不分析预测，我只跟随市场。

这是胡说。怎么可能不分析预测？只不过你预测市场上涨是对的，一会儿下跌了也是对的而已。

分析能力和交易能力相比，对于刚起步的交易者来说，交易能力要更重要一点。因为你可以不知道逻辑，但是没有赔钱，甚至挣钱----也许是运气，也许是本能，也许是经验，将来这些都会提到。

但对于成熟的交易员来说，分析能力是必不可少的。因为这关系到持仓信心，以及介入时机。

分析师最容易犯的错误是：你看这时候你按照我说的做的话，就算这里有起伏，只要你拿得住，最后还是挣钱的。

问题就在“只要你拿得住”这五个字。

你拿不住。如果拿得住，下一次也许等待你的是爆仓----尤其是杠杆交易。

举个例子，3月末的时候我记得，当时来了灵感，先买美国10年期国债同时抛黄金，用波动率做。当时单子开的着急，直接开仓了。开仓即被套。单量不大，亏损不小。当时还写在日志里了，有兴趣的朋友可以回去翻我的日志；后来熬到某个早晨解套，然后撒丫子就撤了。于是黄金的暴跌开始了。

因为时机不对，预测的结果再正确，你也很难有正确的操作，从这个角度讲，操

作似乎更关键。

但操作好，分析不好，可能会带来的结果是：持仓没有信心，挣了小钱，大做小行情，小做大行情。

小行情小做，大行情大做，这是最基本的常识，但这依赖于非常透彻的基本面分析和逻辑推理。至于分析的方法，回头再写。

四

谈技巧之前，先谈几个大原则。

1、挣钱的单子不能拿亏损：说起来容易做起来难。看上去好像不那么重要，那是因为你承受的波动还不够。我会因为挣钱单子拿到亏损而懊悔的恨不得抽自己的脸。这里有两个小技巧：

A、对于止损区间的认识：比如，短线 10 块买的，我的止损价设定好 9.8 元，在涨到 10.20 元之内，我的止损都在 9.8 元；这里 10.20 以下就是止损区间，只有在这个区间，止损才是有效的；换句话说，10.2 元之内的盈利都不是盈利

B、浮动止盈概念：这是我自己的习惯，用来规避把盈利单子拿亏损，当 10.2 元以上之后，我已经有盈利了，我立刻会把盈利回撤的 1/3 或者其他比例（视情况而定）当成止盈位置，用来保证自己不把盈利单拿亏损。

如果你还没有发现这个原则的作用，我只能说，投机这行还没入门。

2、既有的交易计划不要随意改变：我的经验，多数所谓灵机一动的违背最初交易目的的操作大部分都是赔钱的，即便挣钱，也挣的很不爽。久而久之，这事情就不会干了。道理很简单，你对有准备的结果是可以坦然接受的。比如 10 块买，

9.8 止损，你很平静就可以完成，但是到 10.3 毛你就买了，止损你怎么设置？

跌到 10 块你还准备再买的本来。。这样操作是混乱的。容易精神分裂。

3、大做的行情必须有准备：刚才谈到大行情大做，前提是必须有准备。不打无准备之仗么。买个皮鞋还要比较两个柜台呢。这个准备有几个方面：

A、波动区间的预期以及操作计划：原则是底单要厚。越过某个盈利位置之后要逐渐开始选择减仓落袋。说起来容易做起来难啊。今年做的最好的就是农产品，准备充足，盈利是最厚的，而油粕比因为没有准备，所以都是小打小闹，每次挣点小钱。机会青睐有准备的人，这话是真理；

B、对于反向波动的应对：很关键。尤其是决定大做的时候，仓位都比较重，这个退路必须考虑好。比如之前 5 月中旬提出买 6 月期指抛 12 月期指，当时价差 30 个点。最担心的是 7 月期指升水怎么办？当时的考虑就是如果现货贴水，那就把 6 月期指换成现货先观望，如果现货也贴水那就平仓出来。所以后边的持仓也十分从容。

3、独立思考

不盲从是一个交易者最基本的素质。挣钱要清楚明白，赔钱要换取经验，小时候玩街机，你会投币让别人打自己看么？道理一样。我跟人交流，谈观点，听分析师的报告，在心里总是在尝试反驳他的一些论据，如果反驳不倒，那说明他的逻辑就是成立的，就要重视。

在这里有个度的问题，有人天生喜欢抬杠，这不可取。独立思考不是否定所有人，要客观面对自己的缺陷和不足。你可以对别人嘴强牙硬，硬撑自己挣了好多，晚上躺床上的时候你面对的还是自己啊。

4、学会单纯和直接：我相信一切都是守恒的，包括人的能量。讨价还价多的人，

挣大钱的能力就差点，因为太多的精力浪费在斤斤计较上；撒谎多的人，活得就很累很辛苦，因为要时刻提防被揭穿；我敢说我是个很单纯和直接的人，坛子里跟我通过电话的朋友应该不少，我从来都是有一说一，不懂就说不懂，交易者最关键的品质就是诚实面对自己。假如没有这样的品质，不可能成功。

5、远离只能给你带来负面情绪的人或者事情：我越来越觉得，投机机会放大一个人的缺陷和弱点。所以只有那些性格开朗，思维开放，热爱生活，对生命充满热情的人，才会不断的弥补和控制自己的缺陷和弱点，把他们限定在一定的限度内；我的经验，大多数身边的交易成功者，尤其是非常成功者，其本身的负面情绪都非常少，而且，都很简单，可爱；我认识一个朋友的弟弟，以前是问题青年，偷偷赌球，输了好多钱，后来学做期货，现在跟 21 世纪优秀青年一样，生活规律。本来想写点关于技巧的原则，结果还是写成了心里调节。

五

投机的技巧学习：试错。

以前有个朋友问我，他找了好几个男孩子，想判断谁有潜力将来能做单出来。问我有什么好办法。

我给的建议是去赌场。每人发 200 块筹码，然后你躲在一边观察。

有些人上去一会儿就输光了；还有些人上去一会儿就赢了好多；这两种人其实都没什么前途；

有前途的人，会先选定某个赌博品种观察。然后尝试 1 点点下注，输了或者说没有验证他的方法，那就停一停，再想想，继续观察观察；一旦发现是机会，会毫

不犹豫压重注。

这种人即便输光 200 块，将来也是一个交易好手。因为他明白做投机操作的最根本方法：

1、尝试，也叫试错：有一种收益曲线是非常牛的，现实中我有幸可以跟在这种收益曲线的完成者的身旁学习，就是那种阶梯型的收益曲线。猛的拉起，然后走平甚至缓跌，但幅度不大，然后又一个笔直的陡峭上涨；请再去体会刚才说赌博的例子；

2、风险收益比合算的时候下注要大：其实很多时候风险收益比我们并不完全确认，只是凭感觉，甚至是常识。比如 7 月 10 日我日志里建议做多期指。这是常识，因为当日期指最大的贴水到过 50 点以上。等于你在便宜 2.5% 购买指数，而且还是 10 倍杠杆。我一会儿会提到安全边际的问题，这里记得提醒自己一下。在那个时刻，做多合算的，至少符合风险收益比的。前面也有贴水 20 点的日子，其实一样合算的，只不过贴水 50 点显得更加诱人而已；

3、总结和思考规律：这很关键，你要知道曾经发生过什么；

4、发现问题时候记得停一停：这更关键。我一个朋友跟我讲了一个笑话，他自己的。在拉斯维加斯，他赌大小，用 100 美元赢了 2400 美金，当时他带着老婆孩子，兴奋的跟他们说：让他们去挑选可口的海鲜，他一会儿去付账。就在儿子挑海鲜的功夫，他继续赌大小，结果连续开了 10 多次大，把 2400 美元输光还倒赔 1000 块美金。旁边一个美国老太太说：young man！这是典型出现问题之后不懂的停。

我们做行情不会一直顺手，很多时候都是状态好和状态不好交替。好状态就要好好保持（我后边也会详细说怎么保持状态），状态差就要学会调节。最简单的调

节就是停一停。

问问自己，你会停么？

六

第一次底背离，这种品种我只会观察。

顺便谈一句，我认为去研究黄金啊，美元指数啊这种东西的基本面基本上毫无意义。

因为他们就是传统技术分析里面提到的“市场行为涵盖所有信息”的品种。

因此，只看技术面就可以很不错的操作。

别看基本面，越看越晕的。

因为我主做套利，所以特别看重背离。

在我的经验里，主要利润都是在拐弯处贡献。

所以我的大部分交易都是在拐弯处进行。

我给自己设定的进出条件，除了基本面的因素之外，在市场情绪上，就是依赖于背离和扭曲。

背离信号我主要用 macd。

经验是出现任何背离我都会平仓，比如顶背离平多单，底背离平空单。

出现 2 次以上的顶背离会尝试开空单，直到顶背离被另外一个更高的背离跨越；

底背离至少三次以上才考虑尝试做多。

我上面说的都是日线级别的。

更短级别的线对我来说用的很少。

七

谈谈安全边际今天。

在这之前先来聊聊价值投资。

实话实说，我对价值投资的敬意很低。原因有几个：

- 1、国内至今没有广泛的价值投资的土壤：价值信徒的偶像巴菲特，有优先股，有认股权，有低成本资金，有各类衍生品可以对冲持有风险；A股有什么？有个期指还对着现货 T+1。我一直觉得很奇怪的是很多个人户不希望放开 T+0，这是为什么？给你跟黄瓜你非要插自己一下么？这是你的权利，不是你的义务，为什么抗拒？害怕散户输的太多？什么时候大家的觉悟都跟证监会一样了？管好自己的风险，就是对这个市场最大的贡献。价值投资的前提我能想到的是三公原则得到极大的保护，投资者利益受到极大的保护，目前看，国内市场没有；
- 2、价值投资被太多人误解了：不是只有 buy and hold 才是价值投资，如果你不准备持有三年就不要持有一秒，巴菲特说这句话之后每个股票都持有了三年？！这不是他的本意。buy and hold 仅仅是因为标的不错，买错了巴菲特砍仓也很快，有兴趣的自己去找巴菲特失败的例子；在我的股票投机生涯里，04 年以前我一直在尝试短线，很辛苦，每年还不出活；05 年迷茫了一年，06 年才意识到应该捂股，但当时觉悟低，没发现捂股也要看时机！04 年开始做的几个长线股收益都非常好，一个通威，一个金种子，一个天士力；还有一个啤酒花，做的不是很顺手，但我从来没有认为我是价值投资派。我埋下金种子，收获摇钱树，然后把属于自己的树砍倒，休息。坦白的承认吧，我们挣得都是运气，大一点说，

是国运，小一点说，是个人的小聪明带来的小运气；老 O 最近经常说哲言：挣多少是运气，赔多少才是能力。我深以为然。

3、有太多人执拗于价值投资的定义而忽视了市场的本质：我们为何而来？擂峰么？我说过，这行是最真实的一行，你说的天花乱坠，对账单上只有苍白，那有个屁用？同样盈利 2 万块，难道短线拿了个涨停就不算？非要吭哧吭哧半年多捂着才是 2 万块？没有这个道理。但很多价值信徒却一再重复强调这样的论调，仿佛赔钱只要是价值投资赔得，那都是市场不理性。大错特错。我不是市场不会错的支持者，相反，我的投机逻辑就是市场是错的，我就是利用市场错误的时候挣钱，而不是赔钱了说市场是错的。

4、很多年前我就认识到，选时比选股要重要的多，我说这话肯定有无数人举诸如茅台之类的例子。我承认，有些个股不用选时，长期看是对的。比例是多少？概率是多大？都说退市的公司太少了，这些不用选时的长牛股呢？是不是更少？在系统性的熊市里，绝大多数的个股都会面临差不多的跌幅，即便是超级牛股。原因很简单：没有永恒的主角。上一轮大牛市的超级大牛股这一轮大牛市多数表现不怎么样，老天爷是公平的。

我知道有很多基本面的高手会通过各种指标，包括技术的，基本面的，将一些好公司筛选出来，然后伺机寻找到一个好的价格，买入并且持有，从而获得超级收益。

问题还是找到一个好的价格。巴菲特不到 20 港币把中石油卖了，A 股有人 48 块价值投资中石油，要么他疯了，要么巴菲特疯了，我不选巴菲特。

让我们赔大钱的，往往不是公司不好，而是买的太贵，想想你自己的长线操作，是不是这个道理？

八

刚才说的有些离题，回到安全边际上来。

之前我写过一段话在网上，我复制如下：

大多数纠缠在投资还是投机之间的人，都还不知道什么是真正的投资或者投机。安全边际和护城河的含义也绝对没有他们想象中那么狭隘，比如花了 5 块钱买了个你认为应该值 10 块钱的东西。不，那只是你自己心里的安慰，也许他只值 1 毛钱。

真正的安全边际只是为你提供一个大概率的保护的装置，他可以是任何形式，而不仅仅局限于绝对的价格，比如价差，比如息差，比如某个预期的转折，通俗的说，是一个让我们可以立于不败之地的境遇。

比如，某个产业链的产品和原材料，我们以螺纹钢和焦煤为例。当螺纹钢的价格跌跌不休到某个程度，逐渐会有降价，降价，再降价的迹象，一直到跌破成本。有人把跌破成本当成是安全边际，这是错误的，谁也没说生产一定要有利润。当跌破成本之后钢厂会怎么做？大概率的做法是减产，那你有没有想过可以买螺纹抛焦煤呢？

在这个拐点上，单买螺纹是没有安全边际的，而买螺纹抛焦煤是具有极大的安全边际的。假使后市进一步下跌螺纹价格，那么螺纹就会减产，对螺纹是相对利多而对焦煤是相对利空；假使后市螺纹止跌反弹，由于螺纹是下游产品，弹性通常要充分的多，历史上看，螺纹跟焦煤的比价上升主要也在螺纹的上涨周期，因此螺纹涨的也要比焦煤更快。

这才是安全边际的真正含义-----一种可以立于不败之地的交易策略。

九

谈到螺纹和焦煤这个例子，可能有些朋友会很费解，毕竟了解一个产业链需要很长时间。我再举个例子。期指的跨期。

从进入7月开始，期指当月合约的贴水幅度一直比较大，最大的时候超过50个点以上，当时我认为投机买入期指当月合约具有极大的安全边际，why？

1、在第三个周五，由于交割结算的交易规则，期货和现货最终会收敛：所以贴水50个点买期指当月合约，便宜50个点。一张单子8万左右，50个点的盈利是1万5！这是杠杆的魅力，如果月月有这样的贴水，一年你的多单会便宜600点，相当于在2003年买指数；

2、你要理解期指贴水的本质：很多人说这是分红。去他大爷的，不专业就直说自己不知道。期指上市三年，请告诉我那次连续贴水超过1个月？那次连续贴水超过6个点1星期？那年5,6,7,8月不分红？！时至今日还有人认为是分红导致贴水，那今天现货月升水的时候怎么解释？！说好的分红没有了？我可以这么理解么？不，期指的贴水本质上是无风险收益率在起作用，由于有无风险收益率，所以期指升水有上限，假如分红+出借股票的收益率超过市场公允的无风险收益率，那期指必须贴水，贴下来的幅度刚好弥补相应的无风险收益率差。比如分红+出借股票获得的收益一年稳定在5%，而无风险收益率只有4%，那这1%的差就要用贴水来实现。由于不能大规模融券，所以升贴水的幅度在国内实际上是升水有上限，贴水无下限（除非可以方便融到ETF），这仅仅是期指应该常态贴水

的原因之一，参考欧美市场自己好好思考。由于市场极度看空后市走势，才会导致短期贴水幅度巨大。所谓期货的价格发现功能，就体现在这里。但是期货的价格发现很多时候不过是青春期的冲动而已。贴的多，就意味着看空的太深，就意味着后续没有更强烈的看空力量，就是最黑暗的时候----你天天预测孩子考试得零分，结果满分 100 拿了个 20 分回来你敢说你没有喜出望外？这时候买期指的安全边际在哪里呢？在大幅度贴水的时候买期指，你要明白持续的期指贴水会出现的条件：看空远期，但现货不跟跌。这时候对应的走势是阴跌，那你就月月换期指，假设每个月都可以贴水 20 块换期指多单，一年多换 240 点。换句话说，沪深 300 从 2150 跌到 1900 你也没亏钱！那是不是这每个月 20 个点的贴水就是你的安全边际？不！恰恰相反，你的安全边际不是这 20 个点。你担心什么？你担心没有这 20 个点！贴水消失了，你占便宜就困难很多，那贴水为什么会消失？因为有了上涨的预期啊-----要么是短线剧烈的反弹导致现货月升水（这几天就是这种行情）要么是连续的阳线导致大家一致看空预期落空----青春期冲动结束了。

这才是安全边际的本质，他不是什么便宜的买到了东西，而是一种保险，一种即便在最差的情况下，你仍然有退路的策略。

+

关于安全边际，说完了，明天谈下一个话题：如何把相对收益做成绝对收益。

有很多人问我属于什么派，是正规军还是野路子，其实我的绝大多数思路都是实战优先的思路。但我受过正规的正规军教育。

这并不是说我倾向于学院派。

我经常跟主流的分析师和交易员抬杠，这点在债券交易上尤为明显。

在我的字典里，没有什么是一成不变的。

市场唯一不变的是它永远在变。

所以我不断跟自己说，切勿刻舟求剑。

我上面写的，包括将来要写的都是属于我自己的东西，没有任何一个书本上会有这样的解释，所以本身就没有想过别人会不会接受。

看了，有帮助，那就好；没帮助，扭头一口痰吐地上，不骂人，就算有涵养。

十一

谈谈相对收益和绝对收益吧。

在市场上，公募的业绩标准一般都是相对收益。我认为这是导致整个公募群体逐渐被厌恶的根本所在。五十步笑百步，你让那些勇往直前的人会笑掉大牙的。但是公募也有苦衷。

- 1、持仓要求：有持仓限制，导致大家只能比谁持仓的部位跌得少，涨的多；
 - 2、交易限制：基金的买卖限制非常多，我在以往的帖子里回复过很多，不多说；
- 但是对于我们个人投资者，我们要的不是相对收益，我们要的是绝对收益。年底结帐你会跟你老婆说今年挣了 30 万，你不能说我今年超越大盘 15 个百分点，老婆表示不耐烦的时候你解释说其实赔了 10 万，你可以想象一下她的反应：我不是让你去比烂啊。

想要获得绝对收益的办法有很多。比如债券这种可以稳定带来收入现金流的东西，

有朋友把沪深上市公司搜索了个遍地，发现分红最理想的是宁沪高速，于是在某个分红率超过的时候介入，这是非常棒的绝对收益思路，长久看，这种操作是不败的。

但有时候我们必须贪婪一点，试图让自己的绝对收益更大。这时候也许我们会用到相对收益的办法，我还是用一个简单的例子来描述。

假设有 A, B 两个债券，评级一样，票息一样，久期大体相同，基本面比如说都是某个省的两个城市发的城投类债券，那么通常我们总是认为这两个债券的收益率应该大体相同。但实际上这两个债券的收益率几乎总是有高有低。简单的做法是选定一个收益率高的，然后持有到期。灵活的做法可能是买收益率高的那个，过阵子如果另外一个收益率上来了，那就换过去，一直这样在两者之间跳来跳去。其实后一种办法就是把相对收益转换成了绝对收益。债券的情况比较特殊，因为债券是知道终点的游戏，你知道什么时候绝对收益一定会来。但是股票会稍微复杂一点。

考虑两个个股，中石油和中石化。你可以用总市值做个比价，然后去观察这个比价到底在什么位置，他的历史区域如何。假设这个比价一直在 1 为中轴的区间波动，那么必然有波动的上限和下限。你可以在上限买分母，下限把持有的分母换成分子。也许你最初买中石化是 20 块但过几年中石化 12 块的时候你发现你已经挣钱了。

请再次思索一下这个思路的要点：

- 1、你知道中石油和中石化几乎是强相关的，我仅仅是举例子，有时候这种相关性都不够强；

- 2、你知道两者的大部分波动区间（不管是比价或者是价差或者是其他）；
- 3、你知道这波动的背后没有特别的基本面因素：比如中石化某天说变成了高科技企业；

这几乎是最简单的把相对收益转化成绝对收益的办法，我相信，这个思路一旦被掌握，就会被打开一扇新的大门。

那么稍微考虑的再复杂一点，刚才说的是没有融券的情况，仅仅是多头的部位在切换。

如果有了做空呢？

当你可以买一个，卖另外一个，这是什么？

对冲，没错，这就是对冲。

有人说这是套利，这不太切合。因为套利应该风险收益比更好，而对冲，也许是两个投机，只不过关联性稍好。

对于相对收益和绝对收益，我想这么多内容应该足够消化了。

将来我们会谈谈对冲。这是个大话题，其实是跟着相对收益和绝对收益转化的。

十二

先来看如何理解市场是错的。

市场究竟是错还是对，其实并不重要。

其实市场太大了，他有错的时候，也有对的时候。

但是作为我们个人，不可能做到在他错的时候跟他反着做，在他对的时候跟他顺着做。

在投机市场，切勿这样来回反复自己的标准。不然会精神分裂。

因为市场时错时对，所以当我们认定市场是错的时候，我们只需要做到，在符合我们标准的市场表现的时候，我们挣到了钱；其余的时候我们没亏钱或者少亏钱，那就行了。

假如认为市场是对的的话，也一样。

那么回头看，我们一定要有个客观或者主观的标准去判断：是不是这时候市场错了。

纯投机里，这个标准非常困难。只是在背离这种拐点做法，标准还好找一点。比如我做背离，当我开仓进去，继续出现新高或者新低，那背离已经被否定，所以我了结头寸不管盈亏。这是客观标准，还算好掌握，但更多地趋势投机中，是没有什么具体客观标准的。那就只能用严格止损来控制风险，以免出现不测。

但在套利结构里面如何寻找市场是否错误的标准？我有几个经验：

1、市场是否正在经历或者已经经历的大行情：这个很容易理解，因为绝大多数的套利机会，都是出现在极端行情之后。首先明白我们在挣谁的钱，我们在挣冲动的人的钱，大行情的末端会有非常多的冲动因素在起作用，这时候往往都是套利的时机（正如日内开盘前几分钟和收盘前几分钟都是最好的开平仓时机），假如没有出现大的单边行情，即便有套利机会，也应该小心看待；

2、历史的顶部底部区域是否已经被击穿：现在有一种套利，叫统计套利；统计出某个价差或者比价的波动置信区间，当出现小概率的时候反向推动。这种套利我很少尝试。我后边会写一个这样失败的自己的例子。套利大机会往往都是伴随着单边的某些顶底的被击穿，以至于比价或者价差的顶底被击穿。这时候我们更多的是要等待。

3、套利的本质因素是否还存在：当出现这种击穿顶底之后的行情之后，你要问问自己，支持套利的本质因素是不是仍然存在。比如中石油是不是变成了一个高科技企业。通常来说，套利的本质因素应该是唯一的。不应该存在有好多因素轮流作用在价差和比价之上，比如金属内外盘，唯一的因素就是进出口利润，美盘大豆和玉米，唯一的因素就是土地争地。如果这个本质因素仍然存在，那这个套利就依然是靠谱的，值得做，甚至大做。注意在这个环节，我们需要评价的是好多因素，到底哪一个是本质因素。因为两个相关品种之间的关联可能会有很多因素在起作用，有些作用体现的时间不同，比如季节性诧异可能会在 4-6 月份出现，但需求性诧异会在 11 到 12 月份出现。这些因素其实都不重要，因为他们仅仅是因素之一，而不是本质因素。没有本质因素的套利，是不能轻易深度参与的；

4、套利和投机到底有没有区别：本质上两者都是赌。但是在开头我就提醒过，每个人寻求什么样的交易之路，跟他自己的性格有关。我喜欢套利，这适合我的性格，投机操作我远远没有套利从容；如果你觉得套利不够直接，那可以选择投机。但我仍然要强调，在某些特定的时刻，套利操作是几乎立于不败之地的----这不仅仅是心理问题。

5、套利分类里面还有一种，基本上可以归类为无风险套利，只要开仓成功，就是挣钱的。即便如此，那不过是我们仅仅知道 A 一定会运动到 B 而已，至于怎么运动，仍然会有很多可能，比如先拉出去然后回落到 B，或者先杀跌下去慢慢回升到 B，我们无法揣测。因此我们必须随时准备一些意外情况的发生。

对于我来讲，市场的机会不是太少了，而是太多了。

所有的机会，都是跳出陷阱才是机会。

所以我强调时机，强调短线功力。

我一直认为短线是一切投机活动的基础。

买入即盈利和买入即套牢给人的心理冲击是截然不同的。对我来说前者只有挣多挣少的问题，后者可能要带来相当复杂局面，比如是否继续持仓，是否要停损出局等等。

一个做投机的前辈判断更加绝对：他认为所有的机会都是陷阱。盈利不过是跨过陷阱后的奖励。这种哲学会让他保持强大的警惕心理，虽然停损很多，但一旦发现确定性机会很强大，他会压上很多。所以他的收益率曲线是上楼梯式的。

对于陷阱的识别其实没什么说的。既然是陷阱，那就看上去跟普通的机会没什么区别。

但按照我之前筛选机会的标准，你大概可以过滤掉 90%的所谓机会。剩下的去考量基本面吧。我的风格是谨慎。只要有基本面的不确定因素，就仔细考量自己的风险收益比。

这里没有标准答案。

十四

有朋友问我最成功的例子和最不成功的例子，套利操作中。

讲两个例子，一个成功的一个不成功的。

先说不成功的，记忆最深的。

去年我做了一个头寸让我损失惨重，那就是买棕榈油抛豆油。

当时我介入的时候价差已经在 1600 点。历史上的最高价差。当时介入的逻辑现在想想还是很有漏洞的。

1、当时基本上棕榈油的融资行为被规范限制，而豆油不存在这个问题，所以认为当时棕榈油便宜 1600 块有融资被打穿的因素；

2、打击地沟油对棕榈油有潜在利好；

3、豆油豆粕的比价对豆油潜在利空；

于是当初就先做了，但实际上犯了在筛选上的一个错误：没有经历大行情！

后来的结果大家都知道，一路价差从 1600 最高拉到 2400，期间我用尽力气，打价差，挽回了一些损失，但仍然在 10 月砍仓出局，亏损 400 点有余。

成功的例子跟失败的例子刚好同时。

在去年 2012 年 8 月，CBOT 农产品经历了一次轰轰烈烈的大牛市。而玉米是其中的最耀眼的明星。这导致 1305 的美豆和美玉米合约比价在 1.80 以内。由于两者存在争地效应，其历史比价相当稳定，最低也就是在 1997 年出现过 1.75 的比价。因此当时各方面因素考虑，认为这是非常棒的机会，于是积极介入。后来这个比价最高到过 2.4 以上，我了结头寸相对复杂，先在 2.0 左右了结了 1305 合约，同时介入 1307 合约，后来 2.07 了结 1307 合约（不够聪明），2.10 介入 1311 美豆和 1312 玉米合约，最终 2.33 全部获利平仓。假如一直拿着 1307 合约，比价会在 2.5 以上。收益率相当棒，简单计算就是 $(2.2-1.8) / 2.2 / 2 * 13$ 倍杠杆=保证金基本翻倍。

我希望这两个例子会对你有帮助。

十五

近期操作很少。

期指跨期已经获利了结，2 个月盈利 50 多个点，非常满意。期指现在只有 IF 多单对冲 A50 空单。

铜多头头寸已经顺利更换到 1311 上，空单也朝后挪了一个月，在 1405 上。

现在多空挪月的节奏我采取换三个月多单，换一个月空单。

焦炭玻璃的头寸继续持有，最近两天似乎效果逐渐走出来了。

买豆粕抛菜粕继续持有，豆粕很像刚刚开始，而菜粕 01，我认为大概率已经结束了。包括菜粕 09 的逼仓，我认为是不可能出现的。因为现货企业不参与的逼仓，怎么可能逼？！

中粮控制了菜粕将近 7 成，没有他参与的逼仓，谁敢发动？

我承认现货菜粕很紧张，但这不是逼仓的理由。1305 合约更紧张，逼了么？那时候我就是参与者。1309 只会比 1305 松。

今天还做了点买螺纹抛玻璃，总之现在空头头寸全部丢在了玻璃和菜粕上，好悲催啊。

煤焦产业链有明显的复苏迹象，只是大家的预期尚未转折，因此上面的头寸我拿的很开心。

美盘上买 1311 抛 1411 的豆子是不准备出来的，还新开了买 1311 抛 1401 的豆子，价差在正向 4.75 美分，目前基本打平稍有被套。耐心看吧。

还有不少玻璃买 05 抛 01 的头寸，玻璃 01，大致在 9 月到期前后，应该就顶不住了，除非今年疯狂刺激房地产开工和汽车销售数据完全超过预期。即便如此，

今年玻璃释放的产能仍然巨大。焦炭跌了那么多，玻璃基本没怎么跌，这不科学。

十六

有朋友问能否举例说明试错的过程？

例子几乎每天发生。

上周某天，忘记了哪天了，就是豆油高开，豆粕低开好多的那天。

前一天美盘实际上豆粕比有些回升，早上判断国内多数相反（推理过程我懒得写了，期货板块我有一个非常严肃认真的送钱帖子，有兴趣自己去看），所以一开盘就试着买豆粕抛豆油，比例在 12 张豆粕对 5 张豆油。

几套小单子进去之后的效果相当理想，于是在微有盈利的情况下迅速把仓位扩大，果然效果立刻就出来。豆粕开始缓慢且坚定的上涨，而豆油在棕榈油这个猪一样的队友的带领下翻绿了。

尾盘平仓，小有收获。

这是对了的例子，错了的例子多得很，无奈一时都想不起来。

容我想个经典的试错成功躲过灾难的。

印象里有一天做期指，试探多单，在某个整数关口的上面，连续做了好几次多，都是沾着一点点利润跑出来的，濒临亏损边缘，最后一笔刚买进，整数关口就漏了，按照之前的预设立刻走人，我记得那天就是期指开始这轮暴跌的第一天。

当时还把交易情况发在了天涯的帖子里，刚才翻了一遍没找到。

十七

很多人怕教会徒弟饿死师傅。这个逻辑的大前提是：

- 1、徒弟没有你教永远学不会；
- 2、徒弟跟你反目成仇或者存在竞争关系；
- 3、市场的容量有限；
- 4、师傅自己没有提高的空间；

这四条我一条都不承认。

十八

今天来谈谈如何识别扭曲和背离。

我的交易逻辑是市场是错误的，因此我要在市场犯错误的时候入场。

所谓错误，在我的理解，就是扭曲，背离。这里面分两类，一类是宏观的，一类是微观的。

基本面的背离应该属于宏观的。

简单讲个例子，在 2011 年春节之后，我就把股票全部清仓，当时点位大致在 3000 点附近，要知道我非常看好天士力，作出清仓的决定是困难的，但是直到如今我也没有后悔过当初的举动。

清仓的原因就在于，我判断在宏观上，我们会面临从紧，所以在微观操作上，我必须服从我的大判断。不然我会精神分裂，所谓看多做空或者看空做多，长久看都是不可能成功的。

导致我产生如此判断的主要原因是一些完全背离的信息。

比如，市场有很多钱在到处找高收益的东西，但有些行业，甚至是大部分企业都没有钱；

实体企业很难挣钱，但金融企业非常富裕；

踏实做企业非常难，但当个资金掮客日子会过的非常舒适，信托反而成了最挣钱的金融行业；银行理财的利息并不高，但手机上的高利贷信息天天都有；

这通常意味着资金面可能出现了较大的问题，后果应该是两个方向：极度宽松或者极度从紧。当时已经宽松了 2 年，4 万亿的后遗症都还在讨论，所以我认为，应该是极度从紧的方向，既然极度从紧，那就撤退。

背离是一种现象，但这种现象通常十分靠谱。

但我们必须要把它翻译成交易的心痛，这可能是我们面临的最大的问题。

在具体操作上，判断背离我只用 macd 的指标。公式我也写在了前面。如果你用这个公式，你会清晰的发现在 07 年的大行情里，上证指数出现了两次顶背离。

第二次顶背离你还不跑，那就等着买单吧。

对于背离的经验，我的感觉，底背离可能不准确，但顶背离一定要跑路。所以在操作上，我是遇到背离一定平仓，比如多单顶背离或者空单底背离，全部平仓。

新开仓，底背离我会数着，大级别的底背离至少需要 2 次甚至 3 次，顶背离如果是第二次顶背离，安全系数相当高。

因此对我来说，投机的办法就很简单。

首先设定周期，是 1 分钟，3 分钟还是 5 分钟；

其次设定背离介入条件，我的经验是背离出现之后，连续两分钟拐弯，那第三分钟就介入；

设定止损条件，macd 再次新高或新低，或者价格又新高或新低----第二次背离

出现

设定止盈条件：下一个相反的背离出现，或者盈利回撤到某个百分比。

复杂的事情简单化，简单的事情重复做。

看上去很简单，没几个人用，而且我相信，就算我说了出来，也没几个人能坚持。

诱惑太多了。

十九

由于平时主要在做交易，所以思考问题的角度都是以行情参与者的角度来思考，很少对于宏观有非常多的判断。对宏观基本上属于是模糊派，因此，在今年年初的时候，上海某高校希望能够带几个研究生毕业的实习生的时候，我一直非常犹豫。

因为我怕误人子弟。

这一行实际上很多时候讲究的是天赋。灵感和性格，这都是老天爷给的。

每个参与者，都是一个瓶子，努力的，里面的水多一些，不努力的，少一些。

但瓶子是有大小的。

而发现是否有天赋，有赖于一些最基本的沟通和交流，以及较多的时间判断。

等到我判断出他不适合，时间恐怕已经晚了。这是我犹豫的第一个原因。

第二个原因是，这行讲究的是言传身教。

在今年6月，机缘巧合之下，我挑选了三名金融专业的研究生，带他们实习，主要的目标就是培养交易员。

之所以选择这三个小男孩儿，因为他们有几个共同的特点：年轻，反应快，喜欢

打游戏，喜欢这一行。

我教的方式也很简单，就是看我做。他们可以搬着凳子坐在我身后看我一天做交易。

因为只有这样，他们才会理解交易是怎么回事。

也许我看多，但 3 秒钟之后获利了就会撤，这个东西理论讲，是讲不明白的。只有实践。

那个 mingming 网友的帖子里，很多人说老师都会留一手，我没有。

因为没有任何必要。

留一手的潜台词是我自己已经无法提高。

这怎么可能，在教这三个孩子的时候，我也在成长。

但这是我拒绝网上教做单的第二个原因，因为无法言传身教。

在这里，我还要跟我非常喜欢的一个学生说声对不起，因为他非常想跟着学，但是我最初拒绝了他。现在反而接纳了另外三个，其中的道理，只能见面再跟他解释了。写在这里是因为，这个论坛他来的。希望他不要怪我。

二十

对冲动的识别和利用

有人说，投机市场，就是把钱从冲动的人的口袋流向宁静的人的口袋。

什么是冲动呢？

让我们回忆几个例子。

2007 年 11 月 5 日，中石油上市。

网上中签率为 1.8%（我印象如此，实数我没有再查，有兴趣同学可以自查）。

开盘价 48 元。amazing！

当时我的一个朋友是帮一个超大型机构打新股，中石油上中签了将近 18 万股，集合竞价 48.6，第一笔连续竞价直接 48,18 万股瞬间卖出平仓。简单盈利整体超过 3%。

事后有人声讨说这是某些大型机构做高集合竞价。

我不知道某些大型机构是什么，但我判断，是散户。

因为 18 万股分笔成交明细，至少成交了 500 笔，折合一户才买 400 股不到。

那是一种什么样的冲动？有股神之称的巴菲特不到 20 港币就清仓了中石油，国人在 48 元的上方购买。

要么他疯了，要么我们疯了。从概率上讲，他疯了的概率不大。

于是我们买长线买成了遗产----就在那年，我才发现，做长线最大的亏损都不是因为买的股票不好，而是因为买的股票都不错，但都太贵。

有人说这是一个时点的冲动。不是的，国人的冲动可以持久的很。

2010 年 4 月，股指期货上市交易。

由于事前准备极其充分（坛子里我有帖子，当时很多朋友不看好），所以一开盘就已经摩拳擦掌准备大规模开始套利。

即便我事前想象力再丰富，也没有料到，开盘期指就升水 70 点！

70 点是什么概念？也就是地上扔了 2 万块，你只要拿 100 万，就能把这 2 万捡走。年化收益率超过 20%？你太小看市场的冲动了。

第二天这个价差就收敛到 0，然后重新拉开到 70 点！

两天白给你 4 万块。这仅仅是个开头。

自 2010 年期指上市，一直到 2013 年 4 月，期指始终维持对现货的升水结构和远月的 contango 结构，这就是冲动的持久性，一直在今年 5 月以后，期指结束了长达数年的升水转为贴水，回归了正常。做多的冲动消失了。

但取而代之的是反向的冲动。期指最高的时候曾经贴水 60 点-----之前我提到过我

我认为市场的扭曲和背离是常态，这里为我提供了一个小证明。其实从自然科学上也可以观察到，稳定是理想状态，而大多数时候，都不理想。

这两个例子只是试图像你说明，在投机市场，常态其实很少。尤其是期货市场，大家都随着情绪波动而生，而情绪大多数时候带给我们的都是冲动。

有两种冲动是根植于人性的。

贪婪和恐惧。

投机有反人性的一面，因为要克服贪婪和恐惧才可以成功。

但成功的目的其实是为了赢取更多-----这似乎更贪婪了。

这像是个悖论，很少有人提及。

其实我在之前的帖子里谈到过，我们都在寻找一个度。

人生一世不外乎身心名利，最终的结果，其实都是为了快乐，为了实现某种存在的意义，为了体验。因此，试图去赢更多，不应该被谴责，更不应该被打上所谓的道德烙印。换句话说，投机市场本身就是冷血的，这里没有正义和非正义。

回到贪婪和恐惧本身来，在情绪本身的表现上，贪婪能导致的冲动比恐惧要差一些，或者说，恐惧会迅速蔓延，而贪婪只是一点点的传染。对应在行情上，我们看到大型级别的底部，总是陡峭的。很多有经验的而老人都说，顶部都是圆的，底部都是尖的，这里面蕴含着人性的本质。大家一起来贪婪，更多的人贪婪，大家开始一起不切实际的贪婪，市场的内生力量实际上已经没有了。随着有人慢慢

离场，大家的情绪预期转折会忽然很陡峭，啊，原来是这样，于是第一个人开始恐惧，继续恐惧，不停恐惧，最终是大部分人在多路狂奔：快跑啊，要死了要死了。这就是轮回，投机市场自有以来都在不停的轮回。再次研究一下这三个排比句：绝望中爆发，迟疑中上涨，欢乐里死亡。

上面谈的都是现象。如何利用冲动呢？

先回归到投机操作的最基本问题上。到底是什么引导了上涨和下跌？

技术派对这个问题十分不屑，他们的逻辑是我们只交易现象，而不是交易本质；基本面派对这个问题的答案只有一个，那就是事实。

在我目前的理解看来，这两个回答都不让人满意。

假如事实是上涨和下跌的引导力量，那当事实不变的时候为何还有价格波动，甚至波动剧烈？有人用哲学思维说那是你的心在动。No，账上的数字确实在跳，事实是事实，可跳动的资金，也是事实。

在长期的投机生涯中，我渐渐发现，引导上涨和下跌的力量是预期的变化。

换句话说，我认为事实不重要，对事实的预期也不重要，而真正重要的是预期的变化。这是个导数。

当你认为预期的变化是从悲观向乐观转折，那么价格就会起来；当预期的变化是从乐观向悲观转折，那么价格就会下去。而在这个过程中，事实也许起作用，也许不起作用。

那么事实是不是一点也不重要？当然不！他是衡量预期的最基本基石。我的哲学里，中国的事情，永远不会太好，永远不会太差。这其实有一个隐藏的前提，就是中国的现状，一般般。既没有微博上那么黑暗，也没有新闻联播里那么光明。

所以更多的时候，我们判断预期发生转折的方向，都是在事实清晰，但大家预期

混乱的冲动时刻。在这个时刻，预期发生转折的方向，其实你心里大多有数，而这个时刻，一般都是极度乐观和极度悲观的时刻。这也是所谓的 price in 的时刻。这也是所谓的利空出尽是利多的时刻。

回过头再说具体的操作。我们怎么利用？

利用跟识别是紧紧相随的。只说识别。

如何识别冲动，进而发现预期转折的方向（都跟冲动的方向相反）？我有很多总结，我相信将来你也会很多。

首先是常识。不需要特别的专业素质，仅仅需要一点点常识，就像我提到的巴菲特和中石油的例子，常识是巴菲特判断错的概率很低，尤其是价格超越巴菲特卖出价格接近 200%；再比如连最一般的投资者都在欢天喜地的挣钱，那是因为还没有结账而已，也就意味着结账的日子快到了；

其次是一些最基本的规律，判断 price in 的前提到底是什么？对于商品期货来说，如果是利空消息，那么远月的结构应该是 back，如果是利多消息，那么远月的结构应该是 contango。在去年年底，就有不少朋友认为可以做多棕榈油，但是我极力否定这种操作，因为远月还在升水。所谓升水就是还有多头不够死心，棕榈油的做多，一定要等到真正 price in 的时候。在从 8000 块一路下跌的路上，远月就没有贴水过，这个时刻明显还没有到来；

最后是预期转折时刻的一些变化。我有个最基本的观点，在行情转折的刚开始阶段，大部分人都是对的。我这个大部分人，是指有一些投资经验的投机老手。而在行情开始持续的过程中，这大部分人的大多数，会慢慢走向行情的反面。

大家可以自己体会一下这个过程。

今天就谈这么多吧。打字打了不少，废话似乎很多。老了罗嗦，大家包涵。

二十一

期货市场都是误区。不需要那么复杂。

事实不重要，预期也不重要，重要的是预期的变化方向，这是个一阶导数。

股票期货债券，最专业的是债券市场；

股票市场跟期货市场专业者比例都不大。

由于期货是完全负和市场，所以亏损面更大，而股票由于经济周期等宏观因素，会导致在某个时期内，挣钱的人还挺多。

但从根本上看，股票的参与人群，数量最多的散户，其专业知识平均也几乎为 0，这一点去逛三天股吧，就知道了。

债券市场原先完全是专业投资者市场，最近几年有不少散户进入，将来也会吃苦头离开-----一个有利息的完全正和收益市场都有大把的人赔钱，可想而知投机市场的残酷；

而证券市场自 2010 年以来，正在进行有史以来最残酷的去散户化。

没有官方说出这三个字，但这是大趋势。

中国人的风险偏好一贯很高，这从国内倾家荡产买彩票都可以看出来。喜欢以小搏大，喜欢豪赌人生，喜欢大起大落，打个麻将都喜欢黄翻。但这几年国内投机市场的风险偏好在下降，为什么？

因为在大规模的去散户化。

散户，或者说个人户，在市场的生存空间会越来越小。

将来这里就是机构投资者和专业投资者的世界。

由于天生的产品歧视和价格歧视，散户最终的归宿只有三条路：去基金，成为职业投机客，或者被市场自然消灭；

去基金也有三条路；

- 1、养老类的去共同基金，进入债券等稳定收益产品；
- 2、理财类的去私募或者公募的专户，进入权益类产品，以期待更好的收益；
- 3、自由发挥类的，只能走指数基金，在择时上下功夫；

90%的人不会选择去基金，其中 99%的人会被市场自然消灭。

消灭的方式是一轮轮的割韭菜，一切都是轮回。

扛得住一轮牛熊市的人，再说自己是价值投资者吧。

二十二

想请教诸葛一个问题，你在什么情况下会改变原先设想？是以走势设定止损还是什么？

什么时候该坚持？

两种情况：

- 1、原有的计划中，或者止盈或者止损；
- 2、基本面发生重大的转折，安全考虑先出了再说；

实践操作中，主要是看心情。

单子拿着不爽，随时可能出来。

因为经验表明，大多数时候不爽，都是因为马上就要朝不利的方向扩大了。

同时，还有个经验，只要拿着单子去旅游，这单子都挣钱----愿意拿着单子出去

玩，这单子一定是最放心，最踏实的。

二十三

今天来讲讲产业格局。基本是关于期货的内容多一些，股票少一些，没办法，因为牵涉到产业，总是商品更关键一点。当然股票也有，只是没那么犀利。

在商品中，主要分工业品和农产品。

我们研究商品的价格，最基本的要素就是供求关系。

在这里我有个经验：农产品看供应，工业品看需求。

实际上很好理解，肚皮问题会带来极大的恐慌，因为需求刚性，所以只能看弹性的供应；而工业品，由于产能可以迅速扩张（目前国内是产能迅速扩张之后的阶段），因此主要看需求。

所以在工业品上，我们更多的应该将精力放在需求上，比如分析周期类的有色，煤炭，他们的需求自 2010 年开始就稳定下滑，09 年刺激之后再无好的表现，道理就在于此，而农产品只要在供应上不发生问题，那就没有恐慌，去年的大豆，玉米和小麦的强势上涨，就是因为天气因素导致减产超预期，实际上并没有减产多少，但人们的神经都经过了考验。

在工业的链条上，我们通常都会观察到一个现象，即下游产品的价格弹性比上游原材料更大。这跟需求弹性密切相关，课本里都有，不多说。只讲应用，在产业链改善的时候，有色这种周期类个股涨势更强的道理其实就在这里。大家可以自己仔细琢磨这个隐藏的意思。对应商品上，实际上我们可以利用价格的传导做一些胜率极大的套利操作。

比如当你判断黑色链条进入底部区域,这时候的宏观表现会出现钢铁在不断降价,但钢铁生产的开工率没有下降,此时实际上已经进入追踪区间,一旦降价突破到某个临界点,我们就可以买螺纹同时抛焦煤。因为降价到某个程度(这个程度问题我后边还会提到),就不会再降价,而是选择限产保价,这时候对螺纹轻微利多,而对焦煤非常利空,这也是进入6月之后发生的事情。那时螺纹/焦煤的比价还在3以下,然而迅速这个比价就拉开到了3.5。在这个拐弯的地方,实际上买螺纹抛焦煤是几乎稳定盈利的。

回到那个降价的问题,企业在生产中,只追求三个目标:

- 1、保利润;
- 2、保份额;
- 3、保命;

出去第三条不谈,只看前两条:

保利润通常在一个比较均衡和默契的市场,竞争不太激烈,大家的毛利率都很高,属于典型的蓝海(还是红海?我搞不清,比小时候打酱油打醋还难分辨);而进入保份额通常都是为了更残酷的挤掉同行者;

其实我们选择长线股,其中一个要素就是要找到保利润的个股。

所以对产业链的生态环境大体上的了解,就可以让我们放弃相当一些个股,比如所有产能过剩的行业,真正去追逐应该在保份额之后:大幅度杀价兼并重组之后,就是到了保利润周期。

对于产业结构的理解还可以体现在具体的生产过程中。这是金融的特有魅力所在。

假设我买入铁矿石期货,和焦炭期货,同时抛空螺纹钢期货,这是不是就在实现一个生产过程呢?当这个过程有利可图的时候,产业客户也是这么做的。

所以当出现偏离的时候,比如长时间这个链条都是负的时候你应该怎么做?显然应该倒着做,即买入螺纹,同时抛空铁矿石和焦炭。而当生产利润很高的时候,你应该正着做,因为产业客户的大量开工会把利润压缩。

其实对于产业的研究如果深入骨髓的话,很多东西几乎是层薄薄的窗户纸。

我可以帮你把这层纸捅破,前提是你要慢慢的走到窗户边。

二十四

今天谈谈低风险收益机会。

谈到低风险机会,在牛市是要被嗤之以鼻的。

大家都在说一年 400%的时候你在说 40%,这简直是最大的 out。

不过低风险收益的最大魅力是回撤很小。在资金曲线上的毛刺几乎没有。

夜夜安枕的快乐,很多人体会不到-----当然,更多人嘴里的夜夜安枕实际上无知者无畏。

国内低风险机会普遍存在于债券,所以这里主要谈谈债券,兼顾一些其他的权益类资产。

国内债券市场的发展算是比较快的。

我刚刚上班的时候,企业债还很少。这并不是说我们已经进入了一个市场化的地步。其实我们的路远远没有走完。在债券市场,我们所有的操作都是知道起点和终点的游戏(买了超日的例外),因此对于风险,可能很多人并不敏感。

非常简单的例子,国内债券评级之间的收益率差(信用利差)太不敏感。而一旦表现出一丝丝危险的时候,这个信用利差会剧烈放大-----因为没有做空装置,

看到这样的机会错过，简直太难受了。我举个例子，122115，华锐债，当初是 AAA。当然市场从来都没有把他当 AAA，因为他的收益率比一些 AA+还要高，跟一些好的 AA 大体相当。

一旦评级机构把他的评级从 AAA 调整到 AA，这就是雪崩一样的 15 块在 20 个交易日里，跌没有了。收益率迅速上行到超过 10%。可大多数的 AA 的收益率仍然在 6-7%之间。到底是哪里出了问题？

假设我们有可以做空的工具，这些所谓的不合理其实都会有聪明的交易者把他们恢复。这只能说是制度的缺陷。

国债期货就要上了，我对这个品种无比期待。不仅期待之间的机会，更期待有不同期限的国债期货上市。那才是市场的福音，那才是真正意义上的利率市场化。

国内市场有个非常独特的类别，可转债。

现在很多人还对可转债的收益率抱有偏见，其实我特别喜欢这种亏损有限，但收益可能无穷的品种。所以去年年中清空债券之后除了短暂介入过 126011 之外，就买过中行转债。在我看来，100 以内购买的中行转债是不可能亏损，而盈利则几乎没有上限。

除了可转债之外，最近几年还经常出现一些其他的低风险机会，比如换股合并。包括广汽，广药；还有一些要约收购，比如水井坊之类。

从交易本质上讲，换股合并是存在无风险套利机会的，而要约收购未必，除非是全面要约收购。在这种品种的操作上，我信奉的理念是尽量选择国有企业，尽量做换股合并。部分要约可以放弃，因为多数是脉冲行情，尤其是在熊市。

低风险收益对于绝大多数人来说，都是合适的，而且门槛并不高，不过市场大多数人都是浮躁的，根本看不上这点低风险收益。

随着金融衍生品的增加 ,我们迎来了更多的低风险机会 ,比如结构化的基金折算 ,
比如分级基金的申购赎回等等 , 这都依赖于自己对于市场的专注研究。

我自己的经验 :

- 1、长期看 , 不回撤是很可怕的盈利 ;
- 2、通常我们只冲着 10%去了 , 可能收获远远超过 10% ;
- 3、绝对收益永远都是生存的最重要部分。