

金腿剩余现金为何不换债券 —— 六重证据的决策备忘

金 L2 调制 OFF (k20 生效) 后, 让渡至「现金 + 短债」的 35% 仓位为何维持不动、不替换为国债: 全期回测、调制月解剖、切换成本、门控探针、集中度约束与久期不对称的完整论证。

结论基线 2026-10-23 (东财 RPTA_WEB_TREASURYIELD) • 回测窗 1996-01 ~ 2026-06 (366 月, 其中调制月 46)

口径 anchor-vote1-k0.25 • B1 生产臂 • 一阶久期法债券 TR • 报告生成 2026-10-25 • v1.0

§ 1 TLDR · 一句话结论

TLDR

- **回测不支持**：366 个月全期，现金 / 1Y / 5Y / 10Y 四臂年化 16.05%–16.10%，差异不足 15bp，在切换成本噪声内——换债券买不到可度量的收益。
- **调制月环境反向**：让渡发生的 46 个调制月恰是风险情绪恶化月——现金腿 **0 个负月**；10Y 债腿 18 个负月、单月最差 **-2.62%**。把"金腿降温"换成"久期暴露"，是把一种尾部换成另一种尾部。
- **门控探针三路证伪**：美债择时门 B2 -9.60pp / B3 判别力 = 0 / B4 -7.92pp，US 债臂无门可用；CN 债臂探针虽 +8.68pp，但因组合已持有国债（24特01）**集中度约束裁定不采用**（08:44 拍板）。
- **当前环境不对称**：CN10Y 1.64% 处 2002 年起 P0.5 地板分位——久期回报空间已被压缩，利率均值回归时价格损失先行；US10Y 5.00%（P69）偏高但已被门控证伪。

§ 2 决策背景 · 现金从哪里来

金 L2 信号

OFF

2026-09 信号月 · 10-08 判定

dd24 回撤

-16.6%

阈值 -8.0% · 触发降温

k20 让渡

35%

金腿 55→20，让渡至现金
+短债

复入场价

\$4,618

月末收盘 4,189.1 · 距高
5,020

金腿 L2 为月度择时信号（口径：COMEX 美元金价月末收盘）：ON ⇔ dd24 > -8% 且 CFTC 净多/OI > 20%；OFF = 不持有黄金（T-bill）。2026-09 月末 dd24 = -16.6% 触发 OFF；CFTC 净多/OI = 53.8%（年内分位 79，放行档）。k20 激活时 wait 段金腿 55 → 20，**让渡 35% 至现金 + 短债**，由 `_daily_update.py` 自动应用；信号翻 ON 后自动恢复。下一次刷新 2026-11-02。

本备忘回答的问题：这笔让渡出的现金（及其短债部分）**为何不进一步替换为国债（1Y / 5Y / 10Y）**——尤其在 CN10Y 处于历史地板分位、"债券看起来便宜"的当下。

§ 3 证据一·全期回测：四臂等价，换不出超额

对照回测（ anchor_goldleg_bondleg.json ， 2026-09-17）：κ0.25 B1 生产臂（信号锚 = 纳指综合 × 持仓腿 = NDX100 TR × fe = 真实 DJIA F1m），仅替换调制月让渡腿的资产（TB3MS 3M T-bill vs GS1 / GS5 / GS10，一阶久期法 TR: y/12 - D·Δy, D = 0.97 / 4.45 / 7.80），窗口 1996-01 ~ 2026-06，366 个月。

臂（让渡腿资产）	年化	波动	下偏波动	最大回撤	Sharpe	终值（\$10k 起）
A1 现金（TB3MS）	16.07%	12.01%	10.17%	-22.33%	1.32	9,427
A1 短债（GS1）	16.07%	12.01%	10.17%	-22.33%	1.32	9,407
A1 中债（GS5）	16.05%	12.00%	10.21%	-22.33%	1.32	9,377
A1 长债（GS10）	16.10%	12.01%	10.39%	-22.33%	1.32	9,500

四臂年化极差 5bp；即使剔除全部切换成本（敏感性口径），最优长债臂 16.19% vs 现金臂 16.07%，也仅 +12bp/年——不足以为其增加久期风险预算背书。

§ 4 证据二·调制月解剖：现金零负月，债腿有尾部

关键不在全期均值，而在让渡发生的那个月的市场环境。46 个调制月的腿单独统计：

调制月让渡腿	月均收益	年化贡献	负月数 / 46	最差单月	最好单月
现金（TB3MS）	+0.16%	1.92%	0	0.00%	+0.46%
短债（GS1）	+0.15%	1.76%	9	-0.22%	+0.59%
中债（GS5）	+0.13%	1.48%	18	-1.28%	+1.61%
长债（GS10）	+0.21%	2.40%	18	-2.62%	+2.76%

机制解释：k20 让渡触发本身与风险情绪恶化同源（金 dd24 -16.6% 即危机式回撤）。调制月往往是股债相关性不稳、通胀预期反复的月份——长债腿在这些月份的分布是「月均略高 + 尾部深坑」：贡献高 48bp/年（2.40% vs 1.92%），代价是 39% 的月份为负、最差 -2.62%。现金腿以零尾部保证降温段的"绝对安全垫"语义。金腿降温的目的是降风险，不是换一种风险。

§ 5 证据三 · 切换成本：真实换手口径下的侵蚀

生产口径含 $15bp \times |\Delta w|$ 五键成本 + L2 调制金腿增量 10bp，且 cash $\leftrightarrow$ bond 计切换成本。含成本口径换手 130.6%，无切换成本口径 115.5%——每次调制往复（让渡 / 恢复）都多付一轮切换。调制月本就低频（366 月中 46 月），若再叠加"债好看时临时换、不好看时换回"的主观择时，成本进一步上升，正是回测中含成本四臂被压平到 5bp 极差的原因。

§ 6 证据四 · 门控探针：三路证伪与 CN 臂裁定（2026-10-24 08:40 / 08:44）

债臂候选	探针结论	裁定
B2 FF 周期门（美债）	-9.60pp vs 无门基线	证伪，不采用
B3 动量门（美债）	判别力 = 0	证伪，不采用
B4 12m 门（美债）	-7.92pp vs 无门基线	证伪，不采用
CN 债臂探针	+8.68pp（历史窗）	+8.68pp 但不采用：组合已持有国债（24特国01·019742 久期部位），再入即集中度超限

结论：US 侧没有任何通过检验的择时门——不做门控的裸持美债已被三路探针证伪；CN 侧虽为正贡献，但被集中度约束否决。两条债臂在制度层面都已关闭，现金维持是探针结论的直接执行，而非惰性。

§ 7 证据五 · 当前环境的久期不对称（哨站 2026-10-23 读数）

US 10Y 5.00% P69 · 正常	CN 10Y 1.64% P0.5 · 预警（地板）	CN 30Y 2.07% P3.1 · 预警（地板）	US-CN 10Y 利差 +3.36pp P100 · 历史极值
-----------------------------	----------------------------------	----------------------------------	--

CN 侧（地板分位 = 票息缓冲最薄）：CN10Y 1.64% 处 2002 年起 P0.5。若利率向 2022 均值区 2.20% 均值回归（+56bp），一阶久期近似（ $D \approx 7.8$ ）下价格损失约 -4.4%——接近调制月长债腿历史最差单月（-2.62%）的 1.7 倍，而年票息仅 1.64%。"便宜"是收益率地板的错觉：低票息 = 价格下行保护最薄的时点。

US 侧（分位偏高 + 无门可用）：US10Y 5.00%（P69）票息客观，但 § 6 三路探针已证伪全部 US 债择时门；且 90 日 +57bp / 250 日 +98bp 的上行趋势下，久期暴露的波动不可对冲。

国债哨站纪律重申：哨站灯色（CN 侧预警 = 地板分位）是观测而非信号，模拟盘现金持有决策（2026-10-21 拍板）不受灯色影响——本报告的论证与哨站读数相互独立、结论一致。

§ 8 结论 · 维护条款与口径披露

结论：金腿让渡现金维持不动，不替换为任何期限国债。依据五重独立证据：① 全期四臂等价（极差 5bp）；② 调制月现金零负月 vs 长债 39% 负月率；③ 切换成本侵蚀；④ 门控探针三路证伪 + CN 臂集中度否决；⑤ CN 地板分位的久期不对称。复核触发条件：金 L2 信号翻 ON（金腿自动恢复 55，议题自然消解）或 CN 债集中度约束变化（24特国01 部位了结）。

维护条款（登记于 `model-maintenance.html` § 2.C 同族纪律）：

① 四臂对照回测窗冻结于 1996-01 ~ 2026-06，续期回测须整窗重跑并双窗披露；② 调制月腿统计随每次 L2 刷新（每月首个交易日）增量更新，负月率与最差单月为主要监控量；③ 债券 TR 为一阶久期法近似（凸性未计），收益率大幅波动期 ($|\Delta y| > 50\text{bp/月}$) 读数须人工复核；④ CN 政策利率拐点监控沿用哨站条款③ ($\text{CN10Y} \geq 2.20\%$ 触发人工复核) —— 若触发，本备忘 § 7 须重写。

口径披露：金 L2 口径为 COMEX 月末收盘（非现货 XAU，8-31 差约 0.7pp）；现金腿实为 FRED TB3MS 月化收益，非零收益；门控探针结论引自 2026-10-24 08:40 探针批次（B2/B3/B4 vs 无门基线）；哨站读数源东财 RPTA_WEB_TREASURYIELD（US 1992 / CN 2002 起，分位基期各自独立不跨时代比较），10-25 刷新时 Treasury.gov 交叉源不可达，US 侧单源运行（维护条款④留痕）。

金腿剩余现金为何不换债券 · 决策备忘 v1.0 · 2026-10-25

数据： `outputs/anchor_goldleg_bondleg.json` · `_monthly/gold_l2_signal.json` · `_monthly/treasury_yield_hist.json`
(9,373 交易日)

关联：国债双哨站 `treasury-sentinel.html` · 模型维护总账 `model-maintenance.html` § 2.C · 八国模拟盘 `anchorquant.top`