

投资认知训练手册

从零开始建立完整的投资认知体系

认知 · 纪律 · 系统 · 终身学习

2026年7月

目 录

00	序章 —— 为什么你必须现在开始投资
01	学科骨架 —— 经济学与金融学的认知地图
02	金融简史 —— 理解金融的过去才能看见未来
03	市场逻辑 —— 价格、供需与预期
04	第一性原理 —— 穿透投资迷雾的底层思维
05	自我诊断 —— 认识你的财务起点与风险画像
06	股票 —— 企业所有权与价值创造
07	债券 —— 固定收益与利率的世界
08	基金与ETF —— 让专业的人做专业的事
09	资产配置 —— 组合的艺术
10	行为金融 —— 认识你最大的敌人：你自己
11	投资系统 —— 从理论到实践的操作框架
12	中国市场 —— A股的规则、生态与机会
13	工具箱 —— 数据、平台与实用资源
14	终章 —— 终身学习，终身成长
15	附录 —— 推荐书单、术语表与速查

投资认知训练手册

序章：为什么你必须现在开始投资

你以为存在银行是安全的。实际上你的购买力正以每年约3%的速度蒸发——30年后，今天的100块只剩下不到40块的购买力。这笔亏损不会出现在任何对账单上，但它真实发生着。

你可能会说：通胀嘛，我知道，物价每年涨一点，很正常。

问题是，你真的算过这笔账吗？

我们来算一下。假设你现在30岁，手上有10万块钱。你把它存进银行定期，按目前一年期定存利率约1.5%计算（这已经是大行中偏高的水平了）。与此同时，中国的真实通胀率——不是CPI那个被房租权重严重拉低的数字，而是你生活中能感受到的、包含房价、教育、医疗在内的实际购买力缩水——保守估计在每年2.5%到3%之间。这意味着什么？意味着你的钱在银行里，每年净亏损1%到1.5%。

每年1.5%的净亏损，听起来好像不多。但时间的残酷就在于，它会用复利的方式放大一切。1.015的30次方是多少？大约是1.56。反过来，购买力的缩水是1除以1.56，也就是0.64。30年后，你今天的10万块，实际购买力只剩下6万4。

这不是危言耸听。这是小学数学。

而且你要知道，2.5%-3%已经是相当保守的估计了。如果你把过去20年中国M2（广义货币供应量）的年均增速——大约12%到15%——作为实际的货币稀释速度来衡量，那数字会恐怖得多。我们不用那么极端，就用最温和的通胀假设，结论也已经足够清晰：**存银行，确定无疑地在变穷。**

这就是这本书的第一个命题，也是最重要、最紧迫的一个命题：投资不是你"有钱了"才需要考虑的事。恰恰相反——正是因为你现在还不够有钱，所以你比任何人都更需要投资。

一个关于"安全"的残酷悖论

大多数人回避投资的理由，总结起来就是一个词：怕亏。钱放在银行里，100块就是100块，明天不会变成99块。但钱拿去投资，明天可能变成80块。

这种心理非常好理解。人天生是"损失厌恶"的——诺贝尔经济学奖得主丹尼尔·卡尼曼（Daniel Kahneman）和阿莫斯·特沃斯基（Amos Tversky）在1979年的经典研究中证明，亏损100块的痛苦程度，大约是赚到100块的快乐程度的2到2.5倍。所以我们天然倾向于回避任何可能导致名义亏损的行为。

但这里存在一个巨大的认知陷阱：**你把"不亏钱"等同于"安全"。**

银行里的100块，确实在名义上永远都是100块。但当我们说"100块"这个数字的时候，它其实只是计量单位，不是价值本身。价值是这100块能买到多少东西——能买几碗面、能付几天房租、能给孩子报几节课。

而恰恰是在价值这个维度上，你的"安全"存款正在经历一场看不见的持续失血。

我给你一个更直观的例子。2000年，北京一碗兰州拉面大约3块钱。2025年，北京一碗兰州拉面大约18到22块钱。25年间涨了6到7倍。年化增长大约8%。这意味着2000年的100块，可以买33碗面。2025年的100块，只能买5碗面。

如果你的钱只存在银行里，25年后你账户上的数字可能更大（有利息嘛），但你能用这笔钱买到的东西——大幅缩水了。

这就是为什么"安全"和"保值"是两回事。银行存款是"安全"的——银行不倒闭的话你的名义本金不会减少。但它绝对不是"保值"的——它的购买力在持续蒸发。前央行行长周小川在2019年的陆家嘴论坛上公开说过一句话："十年后想买一款年化收益率3%的理财产品，可能像汽车牌照摇号那样，完全靠运气。"他是用一种含蓄的方式在说：低利率时代已经来了，而且会持续很久。

而真正的风险，恰恰藏在"看似安全"的地方。这是一个让你很难受但必须接受的结论：**什么都不做，本身就是在做一种高风险的选择。**

复利：世界第八大奇迹，或者第八大陷阱

爱因斯坦到底有没有说过"复利是世界第八大奇迹"这句话，其实是有争议的。没有任何可靠文献能证明这句话出自他口。但这句话的传播本身，已经说明了复利这个概念对人类想象力的冲击——一个足够简单、又足够反直觉的数学现象。

复利的数学本身毫无神秘之处。 $A = P(1+r)^n$ 。本金乘以（1+收益率）的n次方。小学生都能理解。

但真正让复利产生魔力的，是那个指数n。

我们来做一组对比。两个人，小明和小华，同年同月生，都是30岁。

小明从30岁开始，每年存1万块，投入一个年化收益率8%的组合。他坚持了10年，到40岁停止存入——之后不再追加一分钱。但他已有的资产继续以8%滚动增长，直到60岁。

小华觉得30岁还早，先享受生活。他从40岁才开始存钱。为了追上小明，他每年存1万块，一直坚持存到60岁——整整20年，比小明多存了整整一倍的时间。

来看结果。

到60岁那年，小明总共只投入了10万本金（10年，每年1万）。他的账户余额是多少？大约78万。

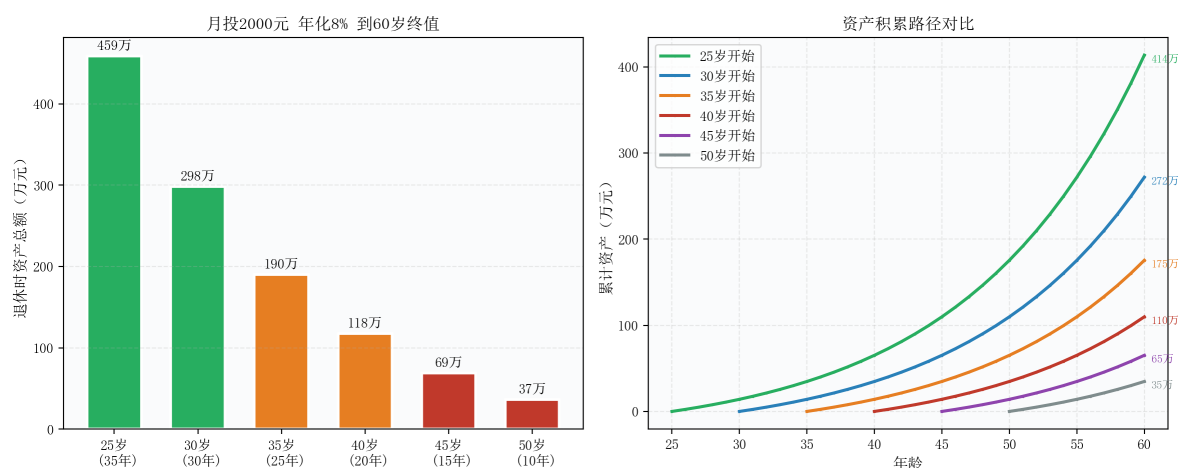
小华投入了20万本金（20年，每年1万），是小明的两倍。他的账户余额是多少？大约49万。

投入两倍的本金，多存了一倍的时间，最终资产反而少了将近40%。

差距不在本金，不在收益率，只在时间。

我们再换一组对比，也许更贴近你的现实。假设你还是30岁，初始本金10万，每月定投2000元，年化收益率同样是8%。如果你从30岁开始，到60岁你的资产大约是480万。如果你从35岁开始——只晚了五年——到60岁你的资产大约是298万。晚了五年，少攒了182万。平均每年晚开始的代价，是36万。

这就是复利曲线最反直觉的地方：它的前半段几乎是平的，后半段陡然上升。错过了前半段的那一点点"爬坡期"，你就失去了让曲线陡峭上扬的最大杠杆——时间。



换个更直观的比喻：投资就像种一棵树。最好的种树时间是20年前，其次是今天。你等得越久，这棵树的生长时间越短，你需要的"树苗"（本金）就越大，而且最终的树冠（终值）还更小。这是三重惩罚。

"等我有钱了再学投资"——最昂贵的幻觉

几乎所有没开始投资的人，内心都有一个完全相同的逻辑链条：

"我现在本金太少，投了也没意思。等我把本金攒够了，再系统学习投资，到时候一举出手。"

这个逻辑链条听起来合情合理。但它隐藏了三个致命错误。

第一个错误：把"学习"和"执行"割裂开来。

投资不是考驾照——学完理论、考试通过、拿到驾照就完了。投资是一门必须在水里学会游泳的技能。你在岸上研究十年游泳教材，第一次下水照样呛水。市场会教育你，而且教育的学费通常比你想象的贵得多。

你用小资金进场的时候，犯一个错误亏掉30%，可能只亏三千块。你用大资金进场的时候犯同样的错误，亏掉的可能是一年的工资。同样一个错误，学费差了十倍甚至百倍。所以逻辑应该反过来：恰恰因为你本金少，所以你更应该现在开始学——用小成本把该犯的错都犯了，等大资金来的时候你就不会犯那些低级错误了。

有一种说法我深以为然：投资的前五年你不可能赚到大钱，因为这五年是"交学费"的阶段——你会因为追涨杀跌亏钱、会因为听信消息亏钱、会因为恐慌在最不该卖的时候卖。这些亏的钱，放在本金大的时候会是一笔巨款。放在本金小的时候，它恰好是一笔合理的学费。所以与其等到你攒够了50万再来交"大额学费"，不如现在就用5万块把该犯的错犯完。

第二个错误：低估了"复利+时间"对学习曲线的作用。

投资不仅钱需要复利，认知也需要复利。你今年学到的每一个概念——利率、估值、风险溢价、行为偏误——都会成为明年理解更复杂概念的基石。你越早开始搭建这个认知框架，框架就越早开始产生"认知复利"。

什么意思？第一年你可能只学会了"股票代表公司的一部分所有权"这个简单事实。第二年你学会了怎么看市盈率。第三年你开始理解为什么同样的利润增长率，市场给不同行业公司完全不同的估值。第四年你开始能看出来财报里的猫腻。第五年，你已经可以在别人恐慌的时候大致判断出哪些是被错杀的。

每一步都建立在前面所有步的基础上。十年后，一个十年前就开始学习的人和一个刚起步的人之间的差距，

远大于他们投入本金之间的差距。前者在第五层楼上，后者还在第一层。

第三个错误：假设“攒够本金”会自动发生。

通胀在持续侵蚀你的购买力，而你攒钱的速度大概率跑不赢它——尤其是在中国，房价、教育、医疗三座大山的挤压下，大多数人的“攒够本金”是一个不断后退的地平线。你以为五年后能攒到50万，但五年后你会发现，50万的购买力已经和今天的35万差不多了，而你需要的本金门槛又上升了。

所以结论很清楚：**不是“有钱了再学投资”，而是“学投资是为了有钱”**。这句话不是文字游戏。它就是事实。

投资不是选修课——三个结构性变化

如果说三十年前、甚至二十年前，“不投资也能过得不错”还是一个成立的命题，那么今天，三个结构性变化已经让这个前提彻底瓦解了。

第一个变化：利率的长期下行。

1990年代，中国一年期存款利率曾经超过10%。你存一万块钱进去，一年后能取出一万一。利息差不多能覆盖通胀。2000年代，利率在2%到4%之间波动，勉强还能和通胀打个平手。到了2020年代，一年期定存利率已经跌到了1.5%左右，大额存单也就2%出头的水平。而你的真实生活成本在以每年至少2.5%到3%的速度增长。

储蓄这个行为的经济学回报，在三十年间从“正”变成了“负”。而且这个趋势是全球性的——日本和欧洲早就进入了零利率甚至负利率时代，中国正在往同一个方向走。这不是暂时的，这是人口老龄化、经济增速放缓、资本回报率下降共同决定的长期趋势。

第二个变化：房地产的神话正在褪色。

过去二十年，中国家庭的财富储存和增值几乎全部押在房地产上。买一套房，既是居住需求，也是投资需求，甚至是养老需求的合集。而且这个策略在过去二十年里确实是有效的——全国房价从2000年到2020年，年均涨幅保守估计在8%到10%以上，一线城市更高。

但从2021年开始，这个逻辑根基已经开始动摇。人口结构逆转、城市化率接近天花板、居民杠杆率处于高位、房企债务危机频发——这些因素叠加在一起，让“买房必赚”的时代一去不复返了。

这意味着什么？意味着中国家庭需要找到一个替代性的财富储存工具。你不能把所有鸡蛋放在房地产这个篮子里了——尤其是当这个篮子本身正在经历历史性的结构重塑。

第三个变化：理财打破刚兑。

2018年，中国人民银行等四部门联合发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（俗称“资管新规”），最核心的一条就是：打破刚性兑付。

翻译成成人话就是：以前你买银行理财产品，合同上可能写着“非保本浮动收益”，但你心里默认为它就是保本的——因为银行确实一直在兜底。资管新规之后，理财真的可以亏钱了。2022年11月到12月，因为债券市场的一次调整，大量R2级（稳健型）的银行理财产品出现了净值回撤，许多人第一次亲眼看到自己“最安全”的理财产品账面上出现了亏损。

这三个变化叠加在一起，指向同一个结论：**曾经的“安全选择”正在失效**。存款跑不赢通胀，房产不再是稳赚不赔的代名词，理财产品不再保本。你不学会自己管理财富，就没有人能替你管理了。投资能力正在从“加分项”变成“生存项”。

这本书会教你什么，不会教你什么

在你翻开第一章之前，我们需要先把预期对齐。市面上关于投资的书大致可以分为三类：

第一类是"暴富秘籍"——"学会这招，一年十倍"、"我是如何在三年内从十万到一千万的"。这类书的问题不是它们全是假的（虽然大部分确实是），而是在于它们给你建立了一个错误的世界观。投资不是赌博，任何承诺短期暴富的东西，要么是骗局，要么幸存者偏差，要么两者兼备。

第二类是"学术教科书"——从马科维茨的均值方差模型讲到布莱克-斯科尔斯期权定价公式，满屏的希腊字母和积分符号。这类书的问题不是它们不正确（它们确实正确），而是在于你读完第三章就睡着了，而且读完了还是不知道明天该买什么。

第三类是"朴素智慧"——巴菲特说这个，芒格说那个，彼得·林奇又说另外一个。这类书的核心问题是：它们把复杂问题过度简化了。巴菲特能在2008年金融危机最恐慌的时候大举买入高盛优先股，是因为他手里有600亿美元现金。你有吗？简单套用成功者的结论而不理解背后的约束条件和决策逻辑，是投资中最危险的行为之一。

这本书想做的是第四件事。

它会教你： - 经济和金融的底层逻辑——不是背定义，而是搭建骨架，让你以后学到的每一个知识点都能放进正确的位置 - 金融市场的真实运转机制——央行的一句话为什么能影响你持有的基金净值，背后的传导链条每一环是什么 - 每一类资产的本质——股票到底是什么，债券到底是什么，基金和ETF又是怎么回事，用小学生都能听懂的话说清楚 - 为什么绝大部分人跑不赢市场，以及少数跑赢的人做对了什么 - 如何设计一套适合你自己的投资系统——不是别人的系统，是你的

它不会： - 教你预测明天的涨跌——没有人能做到这件事，说能做到的人要么在骗你，要么在骗自己 - 推荐具体的股票代码——这本书的目的是帮你建立独立的判断能力，不是代替你做判断 - 承诺任何收益率——如果有人正在卖一本书的封面上写"保证年化收益率XX%"，你应该立刻放下那本书然后走开

这本书怎么用

这本书的章节顺序是精心设计的。第1到第4章搭建认知基础——经济学和金融学的骨架、金融历史的教训、市场运转的底层逻辑、投资的第一性原理。第5章是一个关键的自我诊断——在开始实操之前，你必须先搞清楚自己的财务状况、风险承受能力和投资目标。第6到第9章进入具体的资产类别和组合构建——股票、债券、基金与ETF、资产配置。第10到第13章是进阶——行为金融学帮你管住自己，投资系统的设计帮你把知识变成纪律，中国市场的特殊性帮你理解你所处的实际环境。

你可以从头到尾通读。但如果你对某个话题特别感兴趣，每一章都是相对独立的一篇文章，可以单独参考。每章结尾的交叉引用会帮你不迷路。

最重要的是：**不要只是读。** 读完一章之后，去市场里看。打开一个股票或基金的页面，去看它的市盈率、市净率、股息率。打开央行的网站，去看看最新的货币政策执行报告。把你读到的东西和真实世界里的数据对应起来。这本书的终极目标不是给你答案，而是帮你自己学会提正确的问题。

为什么是现在？

写这本书的时间点，有一些特殊的意义。

中国A股经历了2015年的暴涨暴跌、2018年的阴跌、2020年的结构性牛市、2021年后的漫长回调。一轮完整的牛熊周期下来，该经历的都经历了。存款利率持续下行，三年期大额存单利率从几年前4%以上跌到了2%出头。房地产作为过去二十年中国人最主要的财富储存方式，正在经历历史性的估值重构。

翻译成成人话就是：以前的玩法不太玩得转了。

存银行跑不赢通胀，买房子不再稳赚不赔，理财打破刚兑不再保本。这三个变化叠加在一起，指向一个清晰的结论：**投资能力正在从"可选技能"变成"生存技能"**。

你可以选择不玩这个游戏。但通货膨胀不会选择不侵蚀你的存款，存款利率不会选择不持续下行，你孩子的教育支出不会选择不增长。

这就是这本书存在的原因。它不是为了帮你"发大财"，而是为了帮你建立一套认知体系，让你在这个金融日益复杂的时代，不被通胀无声地掠夺，不被市场的噪音裹挟，不被精心设计的金融产品收割。

别忘了那句话：一年五倍者如过江之鲫，五年一倍者寥若晨星。我们追求的不是暴富，是不可逆的认知积累，是睡得着觉的资产增长，是在这个游戏里长期活下去。

在开始之前

读到这里，你可能会有一个情绪上的反应。一种可能是："天哪，不投资就是在亏钱，我得赶紧学。"另一种可能是："又是贩卖焦虑的那一套。"

这两种反应都有道理。但我想请你暂停一下，做一件事。

找一张白纸，写下你现在的存款数额。然后在旁边写一个数字：十年后，你希望这笔钱变成多少。不需要精确，一个大概的范围就可以。

然后算一下：要实现这个目标，你的钱每年需要增长百分之几。用最简单的复利公式倒推：目标金额除以当前金额，开十次方，减一。如果你的目标是十年翻倍，你需要每年约7.2%的收益率（"72法则"：72除以年数就等于翻倍需要的年化收益率）。如果目标是十年翻三倍，你需要约11.6%。

现在看着你算出来的数字，问自己：这个收益率，靠存银行能达到吗？如果不能——那你就应该翻开下一页了。

如果你的目标增长率低于1.5%——恭喜你，把钱存在银行就够了。如果你的目标增长率高于1.5%——那你就必须面对一个事实：你需要学习投资。这不是别人强加给你的"焦虑"，这是你自己的目标倒逼出来的客观需求。

这本书不能帮你一夜暴富，但它能帮你建立一个认知框架，让你在通往自己目标的路上，不至于被市场的噪音带偏，不至于在恐慌中做出不可逆的决策，不至于被精心包装的"理财产品"收割本金。

投资的终极目的不是赚最多的钱——而是让你在任何时候，都有选择的权利。选择提前退休的权利，选择换一份不那么累的工作的权利，选择在孩子需要的时候陪在他身边的权利。

这些权利，不会从天上掉下来。也不会因为你在银行里存了足够多的钱而自动获得——因为你说不定要存到70岁。

它需要你在今天做出一个选择：花一点时间和精力，理解钱在这个世界上的运转方式。这本书是你理解这个方式的第一个台阶。

我们先从最基础的问题开始：经济学和金融学到底是什么？它们和你的投资有什么关系？

[下一章：学科骨架](#)

第1章：经济学与金融学的系统骨架

学习解剖学之前先看骨架图。你现在看到的大体老师，骨骼的排布、关节的连接、肌肉的附着——这些都是你在深入每一块肌肉、每一根血管之前必须建立的全局认知。没有这副骨架在脑子里，你学到的每一个器官都只是孤立的肉块。

经济和金融也是一样。

你接下来会在各种场合听到GDP、CPI、M2、利率、汇率、市盈率、市净率、夏普比率、阿尔法收益这些名词。它们不是散落一地的知识点，而是挂在一副骨架上的器官——每一个都有它所属的系统，每一个都有它连接的上下游。骨架搭好了，你以后学到的每一个概念，都能被放进正确的位置。骨架没搭好，你学的越多越糊涂。

这一章的作用，就是帮你把这副骨架搭起来。

经济学的三个"元问题"

经济学起源于一个残酷的事实：这个世界上的资源是有限的，而人的欲望是无限的。

把这个事实翻译成学术语言，就是"稀缺性"（Scarcity）。因为稀缺，所以必须做选择。因为必须做选择，所以必须回答三个问题。

这三个问题，是经济学的"元问题"。所有经济分析，不管多复杂多高深，最终都会回溯到这三个问题身上：

第一个问题：生产什么？

一块土地，用来种水稻还是盖工厂？一个工程师，去做火箭还是去做游戏？一个国家的资本，投向基建还是投向芯片？

这个问题不是理论问题。它每天都在被回答——被市场回答，被政府回答，被企业和消费者的每一个决策回答。每一次价格的变化，每一次政策的出台，每一次企业的转型，本质上都是在重新回答"生产什么"。

对投资者的意义是什么？你买的每一只股票、每一份基金，都是在押注"这个社会接下来应该生产什么"。你买宁德时代，是在押注电池产能应该扩张。你买茅台，是在押注高端白酒的需求会持续。投资组合，本质上是一张你给"生产什么"这个元问题投出的选票。

更深一层来说，投资回报的全部来源，最终都追溯到"正确地回答了生产什么"。一个社会把资本投向了生产率最高的领域，那些领域创造的价值通过利润和分红回流给投资者。一个社会把资本大量浪费在过剩产能上，投资者最终也会承担损失。你在选择行业、选择公司的时候，实质上是在行使"资源配置者"的权力——哪怕只是几万块钱的基金，它也在参与这个社会最根本的经济决策。

第二个问题：怎么生产？

同样的产品，用劳动密集型的方式生产还是用资本密集型的方式？用化石能源还是清洁能源？交给国企还是交给市场？

这个问题决定了产业格局。一个经济体选择"怎么生产"的方式变了，整个产业链的价值分配就变了。2015年供给侧改革，本质上是一次"怎么生产"的重新回答——关掉低效的小钢厂、小煤矿，将产能集中到大型企业。结果呢？钢铁和煤炭行业的利润从一个极度分散的状态变成了高度集中的状态，行业内龙头企业的利润和股价都出

现了一波结构性重估。

更近的例子是人工智能。当AI开始替代一部分脑力劳动时，"怎么生产"这个问题的答案正在被重写——同样的产出，现在需要更少的人力，更多的算力。投资芯片、算力基础设施的人，就是在押注"怎么生产"这个答案正在向算力密集型倾斜。

第三个问题：为谁生产？

生产出来的东西分配给谁？劳动拿多少，资本拿多少，土地拿多少？穷人拿多少，富人拿多少，中间阶层拿多少？

这个问题直接关系到政策走向。当一个社会感觉到分配不公平的时候，政策就会向"公平"倾斜——提高最低工资、加强反垄断、扩大社会福利支出。而当你理解了政策在向哪个方向走，你就能提前判断哪些行业会受益、哪些行业会受损。

2021年的一系列监管行动——互联网平台反垄断、教育"双减"、房地产"三道红线"——本质上都是在重新回答"为谁生产"这个问题。政策的轴心从"效率优先"转向了"公平与效率并重"。如果你当时理解了这一转向，你就能避免在一些被政策"锁定"的行业里踩坑。

这三个问题贯穿了经济学的全部。它们是骨架的中轴。你不妨把每次看财经新闻当作一次"快速定位训练"——这条新闻在回答三个元问题中的哪一个？

微观与宏观：同一套逻辑，两个焦段

经济学最常见也最有用的切分方式，是把整个学科分成微观经济学和宏观经济学。但大多数教科书犯的一个错误是，把微观和宏观描述成两套完全不同的学科。实际上，它们是同一套逻辑——稀缺性和选择——用在了两个不同的"焦段"上。

微观经济学的焦段拉近，对准的是单个参与者：一个人、一个家庭、一家企业、一个市场。它研究的问题非常具体——苹果手机涨价了为什么还有人买？为什么星巴克的咖啡比便利店贵三倍还能卖出去？滴滴和快滴当年为什么要疯狂烧钱补贴？

微观经济学里有两个概念是你的投资认知最底层的地基：

一个是"供给和需求"——价格不是由成本决定的，是由供给和需求的交汇点决定的。你花1000块买的茅台，它的成本可能只有100块。多出来的900块不是"坑你"，而是供给有限而需求无限的自然结果。理解了这个问题，你就理解了品牌的价值、技术壁垒的价值、牌照的价值——它们本质上都是在限制供给。当你在挑选投资标的的时候，最核心的一个问题是："这家公司做了什么，让它的竞争对手无法轻易复制它的供给？"

另一个是"边际"——决策不是看"总量"，而是看"再多一点"的变化。你已经吃了三碗饭，第四碗还吃不吃？不是看前三碗给你带来多少满足，而是看这一碗额外带来的满足是否大于它给你带来的负担。企业的决策也一样——要不要多生产一个产品，不是看总成本多少，而是看这个新产品带来的额外收入能不能覆盖额外成本。投资决策亦然——要不要多买100股，不取决于你已经买了多少，而取决于这100股在当前价位上的性价比。沉没成本应该被彻底忽略——你之前在这个股票上亏了多少钱，不应该影响你判断它"现在还值不值得持有"。

宏观经济学的焦段拉远，对准的是整个经济体：所有人、所有企业、所有市场加在一起，呈现出什么样的总体状态。它关注GDP增长率、失业率、通胀率、利率、汇率。

但你别以为宏观就是虚无缥缈的"国家大事"。宏观经济的每一个指标，最终都会用某种方式落到你的钱包

里。

央行为什么加息？因为通胀高了。通胀高了意味着什么？意味着你的货币基金收益率会上升（好消息），但也意味着你的房贷月供可能增加（不太好的消息）。同时，加息会导致债券价格下跌（如果你持有债券基金），会导致股票估值承压（因为企业借钱的成本变高了）。

一根利率的线，牵动了你钱包里的每一个部分。

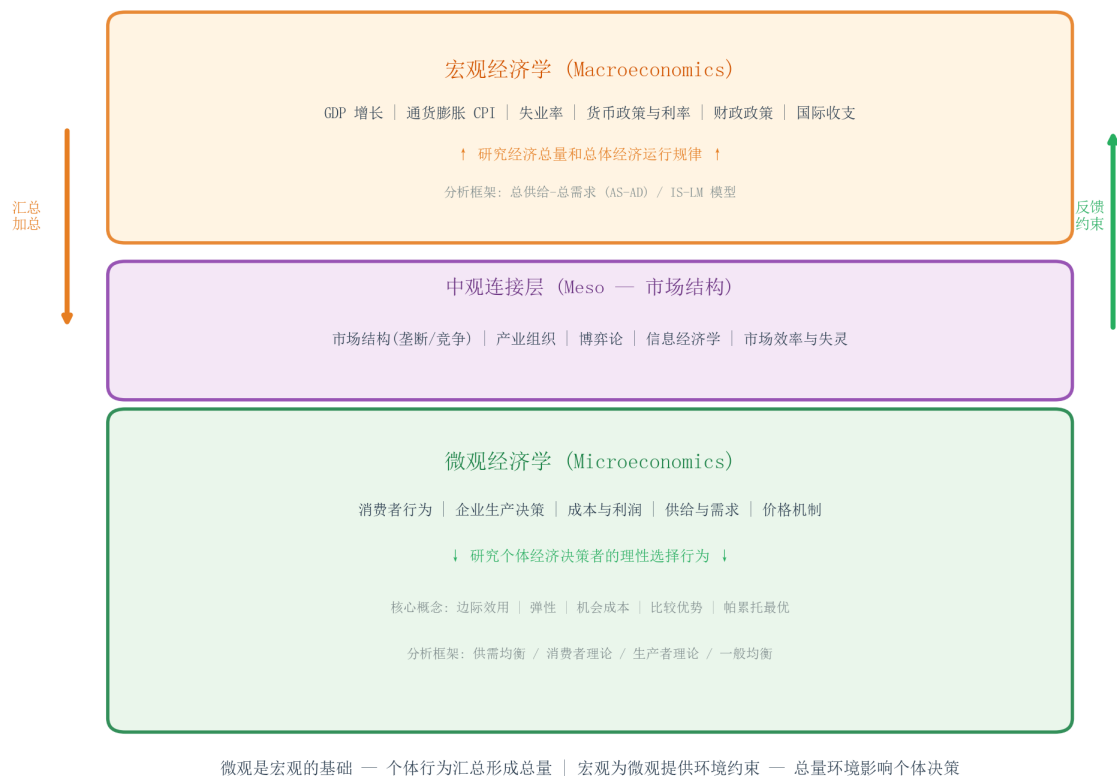
而连接微观经济学和宏观经济学的那个"铰链"，就是**利率**。

利率在微观端是一笔一笔交易的价格——贷款利率影响一家企业要不要借钱扩张，存款利率影响一个家庭要不要现在消费还是延迟消费。利率在宏观端是所有微观决策的汇总——无数企业和家庭的行为加在一起，决定了整个经济体的储蓄率、投资率、消费率、增长率。

这就是为什么利率是"经济世界的地心引力"。理解了利率，你就理解了经济世界绝大部分的运动逻辑。但这个话题我们要留到[第3章](#)再展开。

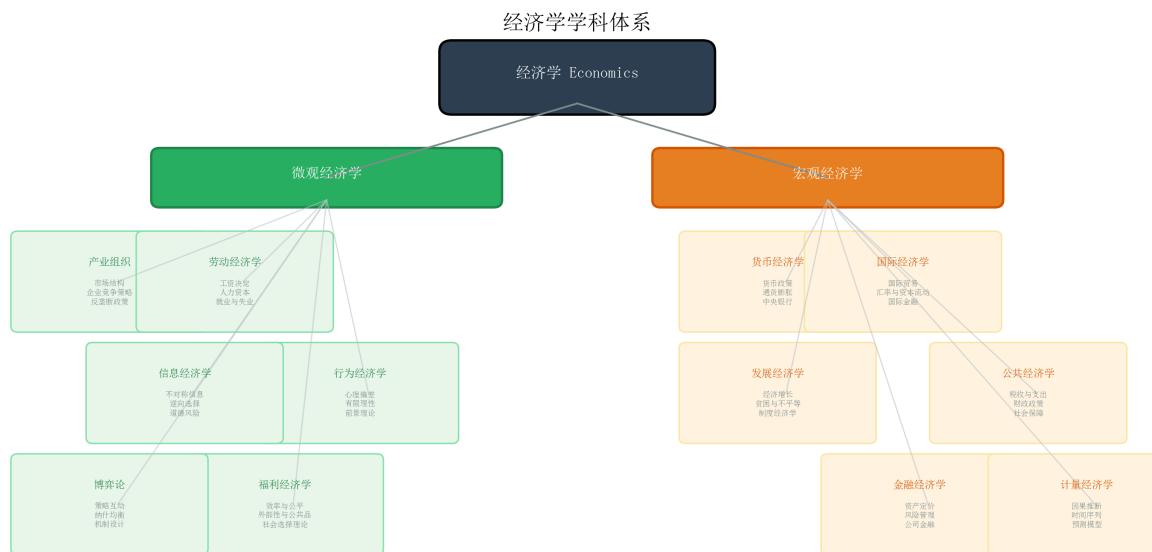
微观经济学与宏观经济学的层次关系

从个体行为到总量经济的有机连接



经济学学科树：它比你想象的更大

大多数人说到"经济学"的时候，脑子里想到的其实是某一个分支。有人想到的是炒股，有人想到的是房地产，有人想到的是国家统计局发布的GDP。这些都没错，但它们都只是经济学大树上的一根枝条。



两大分支各有侧重，但现代经济学越来越强调微观基础与宏观含义的统一

把这棵树画出来，不是为了让你记住每一个分支的名字。而是为了让你在心里有一个坐标——以后你遇到任何一个经济相关的概念，你都能在脑子里快速给它定位：它属于这棵树上的哪一根主干？哪一根侧枝？它和旁边那根枝条之间是什么关系？

主干一：理论经济学

这是经济学最底层的"操作系统"。政治经济学研究的是生产关系——资本和劳动之间到底是什么关系？剩余价值是怎么产生的？西方经济学（也就是你现在在财经媒体上看到的大部分分析框架的源头）研究的是市场机制下的资源配置——价格信号如何引导生产者和消费者的行为？市场为什么会失灵？政府应该怎么介入？

政治经济学和西方经济学不是对立的。它们是用不同的透镜看同一个经济体。政治经济学的透镜更关注"谁得到了什么"——分配问题。西方经济学的透镜更关注"怎么让饼变大"——效率问题。一个成熟的投资者的视野里，这两副透镜应该同时存在。只盯着效率而忽视分配压力，你会对政策风险毫无防备。只盯着分配而忽视效率信号，你会错过真正的增长机会。

主干二：应用经济学

这是经济学从理论走向实践的"工具层"。这张网络覆盖面极广，以下每一个分支对投资者来说都不是"选修课"：

- **产业经济学**：研究的是产业结构、产业政策、市场竞争格局。它告诉你一个行业里龙头企业凭什么能持续赚钱（进入壁垒），以及为什么有的行业天然利润薄、有的行业天然利润厚（产业结构差异）。波特五力模型(Porter's Five Forces)就是产业经济学的经典工具——供应商的议价能力、买家的议价能力、新进入者的威胁、替代品的威胁、行业内竞争的激烈程度，这五个力量共同决定了一个行业的平均利润率。对于一个需要选赛道的投资者来说，这是必修课。
- **货币经济学**：研究的是货币是怎么创造出来的、流通中的钱多还是钱少、银行体系如何传导央行的货币政策。货币供应量和资产价格之间的关系是投资中最重要也最容易被忽视的宏观变量——钱多了，资产价格就容易涨，这不是因为企业变得更值钱了，而是因为追逐资产的货币更多了。弗里德曼（Milton

Friedman) 那句"通货膨胀无论何时何地都是一种货币现象", 虽然过于绝对, 但它指向了一个核心真理: 货币是资产定价的最底层变量之一。

- **国际经济学**: 研究的是国与国之间的贸易、资本流动、汇率决定。你知道为什么人民币贬值的时候出口企业会受益吗? 因为同样的美元收入, 换成人民币变多了。你知道为什么美联储加息会导致全球资金回流美国吗? 因为资金总是往无风险收益率更高的地方流。这些都不是玄学, 是国际经济学的基础传导逻辑。在全球化退潮的今天理解这些, 比以往任何时候都更重要。
- **行为经济学**: 研究的是人在真实的决策中并不"理性"——我们会过度自信、会"损失厌恶" (亏100块的痛苦大于赚100块的快乐)、会被近期的信息过度影响 ("近因偏差")、会在群体中丧失独立判断 ("羊群效应")。传统经济学假设人是理性的, 行为经济学用实验证明了人是不理性的——而且这种不理性具有系统性和可预测性。2002年丹尼尔·卡尼曼获得诺贝尔经济学奖, 标志着行为经济学正式进入主流。2017年理查德·塞勒(Richard Thaler)因行为经济学贡献再次获奖。对投资者来说, 行为经济学不仅能帮你理解市场的非理性波动, 更能帮你诊断自己在投资决策中的认知偏误。[详见第10章](#)
- **其他分支**: 区域经济学研究经济活动的地理分布——为什么深圳变成了科技中心而东北重工业衰退? 资源与环境经济学研究经济活动的生态边界——碳达峰碳中和政策背后的经济学逻辑是什么? 劳动经济学研究工资、就业和人力资本——人口老龄化对未来的劳动力市场和消费结构意味着什么? 每一个分支都在为你理解这个复杂世界提供一个独特的视角。

对投资者而言, 你不需要成为任何分支的专家。但你需要在脑海中存一张"经济学的完整地图"。当一条财经新闻出现的时候, 你至少知道"这条新闻落在哪个学科分支的范畴里"、"它应该从哪个角度来理解"。

金融学的三层结构

如果说经济学研究的是"资源怎么配置", 那金融学研究的的就是"钱怎么流动"。

金融学最准确的定义, 是在不确定的条件下, 对资源进行跨时间、跨空间的配置。注意这里的每一个关键词: 不确定、跨时间、跨空间。"不确定"是金融学区别于其他学科的根本特征——如果一个项目的回报是确定的, 那就是会计问题, 不是金融问题。"跨时间"意味着你把今天的消费推迟到明天, 或者把未来的收入提前到今天。"跨空间"意味着资金从有余钱的地方流到缺钱的地方。

金融学可以分成三个层次。这个框架的价值在于: 当你面对任何一个金融问题或金融产品时, 你能立刻判断它属于哪一个层次、它的上游是什么、下游是什么。

第一层: 宏观金融

宏观金融是整个金融体系的"顶层设计"。它包括: - 货币银行学——央行怎么印钱, 商业银行怎么创造信贷, 整个货币体系怎么运转 - 国际金融学——钱怎么跨国流动, 汇率怎么决定, 国际收支怎么平衡 - 金融市场学——利率是怎么形成的, 不同资产之间的价格是怎么联动的

宏观金融回答的是一个根本问题: 整个系统中的"钱的总量和价格"是由什么决定的? 这个问题的答案, 是你理解所有资产的定价起点。[详见第3章](#)

第二层: 微观金融

微观金融研究的是单个决策主体——一家公司、一个投资者、一个市场——的行为和策略。

- **公司金融**: 企业怎么融资 (发债还是发股)? 怎么投资 (上哪个项目)? 怎么分配利润 (分红还是再投

资)？这些问题看起来是公司CEO的事，但作为投资者，你每天都在用脚投票——你买一家公司的股票，本质上是在认可它的融资决策、投资决策和分配决策。不理解公司金融你就无法真正理解"好公司"和"差公司"的区别。比如，一家公司大量借债回购自己的股票——这在表面上会提升每股收益（因为分母变小了），但它同时增加了公司的财务风险。不区分这两种效应，你就可能把"高杠杆的赌博"误判为"高质量的增长"。

- **投资学**：个人或机构怎么构建投资组合？怎么在风险和收益之间做权衡？怎么评估一项资产"应该"值多少钱？投资学是你日常实践的"操作手册"。马科维茨(Harry Markowitz)在1952年提出的现代投资组合理论(MPT)，核心洞见简单到令人惊讶——"不要把所有鸡蛋放在一个篮子里"不是一句俗语，而是有严格数学推导支持的理性选择。因为不同资产之间的价格波动不完全同步（相关性小于1），组合在一起可以降低整体波动而不牺牲预期收益。
- **市场微观结构**：交易是怎么实际发生的？买卖订单怎么匹配？做市商怎么提供流动性？高频交易在干什么？这个领域最接近"交易"的实战，它告诉你那些K线图背后真正在发生什么。对于绝大多数个人投资者来说，你不需要深入微观结构的细节。但有一个核心认知必须建立：**你每一次点击买入，背后都有一个专业的、装备精良的对手方在卖给你**。他为什么愿意卖？他是看空，还是做市商赚价差，还是机构在调仓？你没有答案——这就是为什么普通人不应该试图在短期交易中战胜市场。

第三层：交叉学科

当代金融的边界越来越模糊，和其他领域的交叉产生了丰富的子学科：

- **行为金融学**：把心理学的洞见引入金融决策分析。市场为什么会有泡沫和崩盘？为什么投资者会集体犯错？因为市场不是由"理性经济人"组成的，而是由一群被恐惧、贪婪、过度自信和从众心理驱动的大活人组成的。[详见第10章](#)
- **金融工程**：用数学和计算机来设计金融产品、管理金融风险。衍生品的定价、结构化产品的设计、风险模型的构建，都是金融工程的地盘。2008年金融危机在很大程度上就是金融工程的模型失败——那些定价CDO的数学模型假设房价不会同时下跌，结果全国性的房价下跌让模型彻底失效。
- **金融科技**：技术如何改变金融的形态。从移动支付到区块链，从P2P借贷到智能投顾。技术不改变金融的根本逻辑——风险和收益的基本关系不变——但它会改变金融的效率和可及性。对普通投资者来说，金融科技最大的利好是降低了投资门槛：你现在可以用100块钱买一只指数基金，可以在手机上完成全部操作，手续费几乎为零。这在二十年前是不可想象的。

经济学 vs 金融学：一张表说清楚

很多人分不清经济学和金融学的区别。这不怪他们——大学里这两个专业也经常被混在一起，课程大量重叠。但它们的核心关注点是不同的，这种不同直接决定了你在面对现实问题的时候应该调用哪一个学科的框架。

维度	经济学	金融学
核心关注	资源如何在社会中配置	资金如何在时间与空间中流动
核心假设	稀缺性（欲望无限 > 资源有限）	不确定性（未来不可知）
研究对象	整个经济体（生产、消费、分配）	资产定价、风险管理和资本配置
时间维度	更关注长期均衡和趋势演变	更关注跨期选择与实时市场动态
对不确定性的态度	承认不确定性，但倾向于研究可预测的系统性趋势	以不确定性为核心研究对象，试图在不确定中"定价风险"
决策主体	政府、企业、家庭——广泛的参与者	投资者和融资者——金融市场的直接参与者
关键概念	供需、边际、效率、均衡、增长	风险、收益、估值、流动性、杠杆
典型问题	"为什么房价涨了十年？"	"这个股票现在该不该买？"

一句话总结：经济学告诉你世界为什么是这样的，金融学告诉你在这个世界里你的钱该怎么办。经济学提供世界观，金融学提供方法论。

补充一个重要的辨析。你常常听到一句话叫"股市是经济的晴雨表"。这句话的经济学内涵是：股市价格反映了市场对未来经济状况的预期。它的金融学内涵是：无数投资者用钱投票，形成的价格包含了他们所能收集到的所有信息（有效市场假说）。但在现实世界中——尤其是在中国——这两个内涵都经常失效。股价可以在经济没有明显恶化的时候暴跌（流动性冲击或情绪宣泄），也可以在经济没有明显改善的时候暴涨（政策预期或资金推动）。所以"晴雨表"是一个有用的比喻，但如果把它当成铁律，你大概率会亏钱。

学科骨架对你意味着什么

现在，回到一开始的问题：这副骨架搭好了，对你到底有什么用？

第一，帮你过滤噪音。

财经媒体每天产出海量的信息。央行动态、行业政策、公司财报、国际局势、技术分析——如果你试图消化所有这些信息，你会被淹没。但当你脑子里有了学科骨架之后，每一条信息都能被快速分类：这是"生产什么"的问题，这是"怎么生产"的问题，这是宏观金融层面的货币政策信号，这是微观金融层面的公司估值变动。不是每一条信息都对你的决策有用。大部分信息只是噪音。骨架帮你识别噪音。

第二，帮你建立因果链。

你会发现，所有财经新闻，本质上都是在讨论"生产什么、怎么生产、为谁生产"这三个元问题中的某一个或某几个。

央行降准降息？那是货币经济学在宏观金融层面的一次操作。它改变了系统中的货币总量和利率水平，进而影响企业借钱的成本（公司金融）、影响你理财产品的收益率（投资学）、影响股市的整体估值水平（金融市场学）。

CPI超预期了？那是宏观经济指标的一次波动。它可能预示着央行接下来要加息，加息会导致债券价格下跌，资金可能从股市流出。你持有的偏股型基金的净值，和这个宏观经济指标之间，存在一条虽然不直接但确实存在的因果链条。

第三，帮你提出正确的问题。

投资中最重要的事情不是"找到答案"，而是"提出正确的问题"。而正确的问题只能来自正确的框架。

你看到一家公司市盈率很低，看起来很便宜。一个没有骨架的人会直接买入。"便宜嘛，买。"一个有骨架的人 would 问：这家公司的低市盈率是因为市场整体低迷（宏观金融层面），还是因为它所在的行业正在衰落（产业经济学层面），还是因为它本身的盈利存在不可持续的一次性因素（公司金融层面），还是因为市场在情绪驱动下非理性地抛售（行为金融学层面）？同样一个"便宜"，在不同层面的答案完全不同。

当你脑子里有了这副骨架，单个知识点不再是孤岛。它们之间有线连着。你学到的每一个新概念，都能在骨架上找到它的位置、它的上游和它的下游。

这才是真正的"知识体系"——不是记了一堆名词解释，而是建了一副可以不断往里挂新知识的骨架。

一个即时练习

在结束这一章之前，我们来做一个练习。这个练习的目的是让你马上体验一下"骨架思维"到底是什么感觉。

随便打开一个财经网站，找到今天的头条新闻。现在，用这一章学到的东西来分析它：

- 这条新闻讨论的是经济学问题还是金融学问题？
- 如果是经济学问题，它在回答"生产什么、怎么生产、为谁生产"中的哪一个（或哪几个）？
- 如果是金融学问题，它落在宏观金融、微观金融还是交叉学科的层面？
- 这条新闻会通过什么传导链条，最终影响到你的某一只基金或某一只股票的估值？

你不用回答得很精确。这个练习的价值不在于得出"正确答案"——而在于养成"问对问题"的习惯。

举个真实的例子。假设今天的头条是"央行下调MLF利率10个基点"。

你的骨架思维应该这样运转：MLF利率是央行的政策利率——这属于货币经济学范畴，在宏观金融层面。降息的直接后果是降低银行的资金成本——属于公司金融层面，银行融资成本下降。银行融资成本下降后会降低贷款利率——传导到信贷市场。企业借款成本降低——可能刺激投资扩张——影响经济增长预期。同时，折现率下降——所有资产的现值上升——这是投资学层面的影响。债券市场率先反应（收益率下行，价格上涨），股票市场会有延迟和不确定性——因为"估值效应"（正向）和"经济担忧效应"（负向）在博弈。

你看，一条几十个字的新闻，背后的传导链条横跨了经济学和金融学的好几个层面。如果你没有骨架，这条新闻只是一个模糊的背景信息——"哦，又降息了。"如果你有骨架，这条新闻变成了一个可以追踪的因果链条，你可以在每一个环节上观察市场的实际反应，据此校准你自己的判断。

这就是本章想给你的东西：不是知识本身，而是整理知识的能力。

接下来，我们离开理论，回到活生生的历史。骨架讲完了，我们来看看血肉——这几百年里，市场上到底发生过什么？那些曾经让人疯狂的泡沫、那些让无数人倾家荡产的崩盘，它们遵循着怎样的规律？

[下一章：金融简史](#)

第2章：金融简史——太阳底下没有新鲜事

你今天在A股感受到的一切——贪婪、恐慌、泡沫、崩盘、"这次不一样"的幻觉——400年前的荷兰人全都经历过，一字不差。

人类在技术上进步了无数代，从风帆木船走到了太空火箭。但在金融市场面前，我们的情绪回路和400年前坐在阿姆斯特丹交易所里的那些荷兰商人，没有任何进化意义上的区别。恐惧还是那个恐惧，贪婪还是那个贪婪，从众还是那个从众。

这就是学金融史的意义。它不是帮你记住"哪年发生了什么事"——那是历史考试。它是让你看到，你现在正在经历的每一件事，历史上都有人替你经历过了。他们用自己的真金白银——有人甚至用自己的身家性命——替你把该踩的坑都踩了一遍。你唯一要做的，就是去了解这些坑长什么样。

1602年，阿姆斯特丹：世界上第一只股票

1602年，荷兰东印度公司（VOC）做了一件前无古人的事。

在此之前，远洋贸易的玩法是这样的：一群商人凑钱装备一艘船，开到亚洲运回香料，卖掉之后分钱，船队解散。下一次出海，再重新凑钱，重新组队。一趟一趟来，每一次都是独立的冒险。

这个模式有几个致命的缺陷：第一，资金利用效率极低——钱压在一艘船上，船没回来之前你什么都做不了；第二，风险极度集中——你的全部投资就押在一艘船上，遇到风暴或者海盗就全军覆没；第三，规模做不大——每次都要重新募集资金，交易成本太高。

荷兰东印度公司的创新是：把公司的所有权切成一小块一小块的"份额"，卖给公众。买了这些份额的人，成为公司的"股东"，拥有两个权利：一是每年分红的权利（公司赚了钱按比例分配），二是把份额转卖给他人的权利。

这个创新之所以是革命性的，不是因为它发明了"股份"——早在罗马时代就有类似的东西了。而是因为它同时解决了三个问题：

第一，**永续经营**：资金不再跟随单次航行来去，公司成为了一个永续的法律实体。这意味着它可以做长期规划、建立长期资产。

第二，**风险分散**：投资者的资金被分散到公司运营的多条航线、多艘船只上，而不是押注于单次航行。更重要的是，投资者的个人资产和公司的风险被隔离开来——公司破产了，股东最多亏完投入的钱，不会倾家荡产（"有限责任"的雏形）。

第三，**流动性**：你可以随时把你的"份额"卖给其他人。这个看起来不起眼的特性，实际上是整个现代资本市场最根本的基石。因为它意味着投资不再是"一旦进去了出不来"的承诺——你可以退出。而退出的可能性，反过来降低了进入的门槛。

世界上第一个真正意义上的"股票市场"就这样诞生了。阿姆斯特丹交易所，这个在运河边上一栋不起眼建筑里运行的交易市场，奠定了之后400年全球资本市场的基本逻辑。

但荷兰人教给世界的，不只是股票。他们几乎在同一时间，发明了人类历史上第一场金融泡沫。

1637年，荷兰：郁金香泡沫——人类贪婪的原始样本

在17世纪30年代的荷兰，一株稀有的郁金香球茎的价格可以买下阿姆斯特丹运河边的一栋豪宅。

具体数字：1637年1月，一株"永远的奥古斯都"(Semper Augustus)郁金香球茎的成交价是6000荷兰盾。作为对比，当时一个熟练工匠的年收入大约是300荷兰盾。也就是说，一株花的球茎，抵一个体面手艺人二十年的全部收入。

这个泡沫的结构极其简单：郁金香球茎的繁殖速度赶不上需求的增长速度，价格持续上涨。价格持续上涨吸引了更多人入场，更多人入场进一步推高了价格。在这个过程中，人们不再关心球茎本身值多少钱——他们只关心"接下来会有人用更高的价格接盘"。

1637年2月，哈勒姆的一场郁金香拍卖会上，没有人出价。恐慌随即蔓延到整个荷兰。不到两个月，郁金香球茎的价格跌去了超过90%。

读这段历史，你可能会觉得好笑——一群几百年前的人，为一朵花疯狂。但请你诚实地回想一下：2021年初的加密货币市场，有多少人真的理解比特币的底层技术？有多少人是被"再不进场就晚了"的焦虑驱使？有多少人告诉自己"这次不一样"？

泡沫的形态千变万化——郁金香、铁路、互联网、加密货币——但泡沫的基因序列从未改变：价格上涨吸引更多买家，更多买家推动价格上涨，价格脱离基本面之后全靠"更大的傻瓜"接盘，直到再也没有傻瓜了——崩盘。

1720年，伦敦：牛顿的滑铁卢

1720年的英国，南海公司(South Sea Company)的股票价格从年初的128英镑涨到了7月的超过1000英镑，然后在年底跌回100英镑以下。

在这波疯狂的投机狂潮中，有一个人亏损了约20000英镑——按今天的购买力折算，大约相当于300万英镑，约2700万人民币。

这个人叫艾萨克·牛顿。

对，就是你知道的那个牛顿。那个发明了微积分、发现了万有引力定律、奠定了经典力学基础的艾萨克·牛顿。那个可能是人类历史上最聪明的人。

南海泡沫初期，牛顿是清醒的。他在股价上涨的早期阶段买入，在赚了一笔之后卖出——"我算得出天体的运行轨迹"，他在卖出后说。然后股价继续上涨。他的朋友们都在赚钱。他的邻居们都在赚钱。整个伦敦社交圈都在谈论南海股票。

牛顿坐不住了。他在接近最高点的位置重新杀入——买入了他能买到的所有南海股票。然后泡沫破裂了。

亏光了之后，他说了一句后来被无数次引用的话："我能计算天体的运动轨迹，却无法计算人类的疯狂。"

这个故事最耐人寻味的地方在于：他不是因为不懂而犯错。他一开始做了正确的判断——低位买入，高位卖出，获利了结。他是在旁观了别人的狂欢之后，被情绪拖回去的。

这是每一个投资者都绕不过的坎。你可能也对市场的非理性有一万个清醒的认知。但当身边所有人都告诉你"你错过了最大的财富机会"的时候，当社交媒体上每一个你不怎么看得上的人都在晒收益的时候，当"踏空"的痛苦超过了"亏损"的恐惧的时候——你还能保持清醒吗？

牛顿不能。所以你不要高估自己。

1792年，纽约：梧桐树下的24个人

1792年5月17日，纽约曼哈顿下城，华尔街68号门外的一棵美国梧桐树下，24个股票经纪人签了一份协议。

这份协议只有两句话：第一，我们彼此之间交易只收固定的佣金；第二，我们彼此之间优先交易。协议的全文甚至不够写满一页纸。

这就是纽约证券交易所的起源。今天，纽交所的日成交额以千亿美元计。而这颗巨树的根，就是那棵梧桐树下——一张纸上的两句话。

这个故事的意义不在于感人的创业精神。它说明一个深刻的经济学道理：**金融市场的核心不是物理场所，不是技术系统，而是信任和规则**。那24个经纪人签下的协议，本质上是在建立一套“游戏规则”——交易的规则、准入的规则、纠纷解决的规则。这套规则后来不断演化，但它的基本逻辑至今没有变过。

金融市场的第一性原理不是钱，是信任。

1929年，纽约：大崩盘与价值投资的诞生

1929年10月的那一个星期，道琼斯工业平均指数在10月28日和29日两天内分别暴跌了13%和12%。从1929年9月的最高点到1932年7月的最低点，道指跌去了89%。

89%是什么概念？如果你在最高点投入了10万美元，在最低点你的账户里只剩下1.1万美元。而且美国的GDP在那三年里跌去了大约30%，失业率攀升到了25%。这不是单纯的投资亏损——是整个经济系统性的崩溃。

在这场崩盘中，有一个人亏得几乎破产。他叫本杰明·格雷厄姆(Benjamin Graham)。崩盘之前，他是华尔街上一颗冉冉升起的新星，管理着自己的投资合伙公司。崩盘期间，他的资产缩水了接近70%。如果不是他的岳父在最后关头出资帮他补足了保证金，他可能已经在大萧条中破产消失了。

但格雷厄姆从废墟中站起来之后，做了一件影响深远的事。他开始系统地反思：到底有没有一种方法，能让投资者不被市场的情绪主导，而基于一些更客观、更经得起时间考验的东西来做决策？

他的答案是：**内在价值**。

股票的“市场价格”和“内在价值”是两个东西。市场价格是市场此刻愿意支付的价格，它被贪婪和恐惧驱动，每天都在剧烈波动。内在价值是这家企业本身值多少钱——它的资产、盈利能力、成长前景所对应的客观价值。当市场价格远低于内在价值的时候，你应该买入。当市场价格远高于内在价值的时候，你应该卖出。

这个听起来极其朴素的道理，是价值投资的全部精髓。格雷厄姆后来写了一本书叫《聪明的投资者》(The Intelligent Investor)，这本书成了巴菲特等几代投资者共同的“圣经”。

但请注意一个重要的历史细节：1929年大崩盘后，道琼斯指数用了整整25年——直到1954年——才回到1929年的高点。四分之一世纪。如果你在1929年的最高点买入，你需要等到1954年才能回本。25年，足够一个刚出生的婴儿长成成年人，足够你从意气风发的青年变成两鬓斑白的中年。

格雷厄姆的价值投资哲学正是在这样的创伤中孕育而生的——他的学术体系是安全边际极度偏执的产物。

1944-1971年：布列顿森林——现代货币体系的诞生与瓦解

1944年7月，第二次世界大战还在进行中，盟军的诺曼底登陆刚完成一个多月。44个国家的代表聚集在美国新罕布什尔州的布列顿森林小镇，开了一场会。

这场会的结果，定义了之后将近30年的全球货币秩序，而它的崩溃，定义了你今天口袋里每一张纸币的本质。

布列顿森林体系的核心设计是这样的：美元与黄金挂钩（35美元兑换1盎司黄金），其他货币与美元挂钩（维持固定汇率）。各国央行随时可以拿着美元去找美国财政部兑换黄金。

这个设计的巧妙之处在于：它同时解决了金本位的僵化问题和完全浮动汇率的不确定性问题。战后重建的二十多年里，全球贸易量爆炸式增长，布列顿森林体系提供的汇率稳定性，是这种增长不可或缺的基石。

但它的致命缺陷也恰恰隐藏在它的设计之中。

随着全球贸易的增长，世界各国需要越来越多的美元来充当储备货币和交易媒介。美国必须源源不断地向世界输出美元。但输出美元意味着美国的贸易逆差，贸易逆差意味着美国欠了世界越来越多的"黄金债务"——持有美元的人理论上随时可以用这些美元来兑换黄金。

到了1960年代中期，外国政府持有的美元总量已经远远超过了美国的黄金储备。1965年，法国的戴高乐总统率先发难——派了一艘军舰满载着美元去美国要求兑换黄金。其他国家纷纷跟进。

1971年8月15日，尼克松总统在一场面向全美的电视讲话中宣布：美国停止履行美元兑换黄金的义务。

这个被称为"尼克松冲击"的决定，彻底终结了布列顿森林体系。人类从此进入了**纯法币时代**——货币的价值不再由任何实物（黄金、白银）背书，完全建立在政府的信用之上。

这件事和你有什么关系？关系太大了。

你钱包里的每一张人民币、银行卡里的每一个数字，之所以能买到东西，不是因为它们背后有等值的黄金，而是因为中华人民共和国政府承诺维护人民币的购买力，而你相信这个承诺。一旦这个信任被削弱——比如政府无节制地印钞——货币就会贬值，你手里的购买力就会缩水。

你生活中的通胀体验——今早买早餐感觉又贵了一点、房租年年在涨——和1971年8月那个夏天的晚上，有直接的因果关系。脱离了金本位之后，全球货币供应量的增长再也没有了物理上限。这是现代投资必须面对的首要宏观环境。

1987年10月19日：黑色星期一——闪电崩盘

1987年10月19日，星期一。道琼斯指数一天之内暴跌了22.6%。

22.6%在一天之内，这是什么概念？相当于A股上证指数在开盘后直接从3000点跌到2322点，然后收盘。没有战争，没有恐怖袭击，没有重大政治事件。这一天之前，美国经济在温和增长，企业盈利在改善，没有任何明显的预兆。

这个"黑色星期一"之所以被写入金融史，不是因为它跌幅最大——1929年比它惨得多。而是因为它第一次展示了"程序化交易"的力量。

1980年代，华尔街的大型机构开始使用计算机程序来自动执行交易策略。其中一种流行的策略叫"投资组合

保险"——简化的逻辑就是：市场跌的时候，电脑自动卖出期货来对冲风险。这在正常情况下是很聪明的设计。

但在1987年10月19日，当市场开始下跌的时候，所有机构的电脑同时触发了卖出信号。卖单像雪崩一样涌入市场，卖的人越多，跌得越多。跌得越多，触发卖出的电脑越多。触发卖出的电脑越多，卖的人又更多。

这就是"正反馈循环"的经典案例——不是基本面出了任何问题，而是一个自动化的交易策略在极端条件下产生了共振。

黑色星期一最直接的"遗产"：美股从此有了熔断机制——当市场跌幅超过一定阈值，交易自动暂停一段时间，给人——也给那些发疯的机器——一个冷静下来的机会。

2000年，硅谷：泡沫就是泡沫，科技也不行

1995年到2000年之间，纳斯达克指数从750点左右涨到了超过5000点。亚马逊的股价从1997年上市时的18美元，涨到了1999年底的113美元。然后在接下来的两年里，跌到了6美元以下。

从113美元到6美元。跌去了将近95%。

如果你在1999年底纳斯达克最狂热的时候买入亚马逊，你需要等到2009年——整整十年——才能回本。

这十年间亚马逊发生了什么呢？它从一个网上书店变成了全球最大的电商平台，然后推出了AWS云计算服务，变成了全球最大的云服务提供商。它的收入增长了十几倍，利润从亏损变成了上百亿美元。一切分析和后见之明都在告诉你"这是一家伟大的公司"。

但如果你在1999年买入，你依然需要等十年才能回本。

这就是"好公司"和"好投资"之间的根本区别。一家公司可以极其伟大，但如果在错误的价格买入，它就是一笔糟糕的投资。价格决定了你的回报率，而不是公司本身好不好。亚马逊的故事告诉我们：以任何价格买入任何资产都是愚蠢的，不管这家公司的护城河有多宽、创始人有多天才。

2008年：雷曼兄弟的最后一夜

2008年9月15日凌晨1点45分，雷曼兄弟控股公司向纽约南区联邦破产法院提交了破产保护申请。这是美国历史上规模最大的一宗破产案——雷曼兄弟的资产规模高达6390亿美元。

怎么发生的？

事情要从美国房地产市场说起。2000年代初，美国房贷利率极低，房价持续上涨。银行和贷款机构开始向信用记录很差的人也发放贷款——这就是"次级贷款"（Subprime Mortgage）。逻辑很简单：反正房价在涨，借款人还不起就卖房，不会亏。

然后华尔街的聪明人把这些次级贷款打包成了复杂的金融产品——MBS（抵押贷款支持证券）和CDO（担保债务凭证）。他们用数学模型证明，这些产品已经把违约风险降低到了一个可以忽略的水平。评级机构——标准普尔、穆迪、惠誉——给了这些产品AAA的顶级评级。

然后全世界的金融机构——德国的银行、英国的养老金、日本的保险公司——都买了这些"AAA级安全资产"。

然后美国房价开始跌了。

次级贷款借款人开始大规模违约。那些"AAA级安全资产"突然变成了"有毒资产"。持有这些资产的机构开始亏钱，然后是被迫加保证金，然后是流动性枯竭，然后是一座又一座金融巨塔的坍塌。

雷曼兄弟破产的那个晚上，美国财政部长保尔森和美联储主席伯南克在办公室里坐了整整一夜。他们救了贝爾斯登、救了房利美和房地美，但决定不救雷曼——想给市场传递一个信号：不是所有机构都"大到不能倒"。

这个决定在后来的辩论中被反复质疑。因为雷曼兄弟破产之后引发的连锁反应，远远超出了任何人的预期。全球货币市场在雷曼破产后的48小时内几乎完全冻结——连最稳健的货币市场基金都开始出现大规模赎回。几周之内，危机从华尔街蔓延到了全球每一个角落。

2008年的教训比任何理论课都更深刻地告诉我们：**金融是一个极度互联的系统**。你不需要持有任何次级贷款，你不需要买任何MBS，你在北京存的一笔银行理财——它可能通过你完全不知道的链条，暴露在你完全不知道的美国次级贷款风险之下。

次贷危机后，全球推出了《巴塞尔协议III》，全面提升了系统重要性银行的资本充足率、引入了逆周期资本缓冲和流动性覆盖率等一系列监管硬约束。

2015年，中国：亲历A股大震荡

2015年6月到8月，中国A股市场经历了一场从"全民狂欢"到"千股停牌"的过山车。

上证指数从2014年7月的约2000点，在不到一年的时间里飙涨到2015年6月12日的5178点。涨了超过150%。两市日成交额在高峰期突破了2万亿人民币——相当于整个印度一年的GDP。

然后它开始跌。

6月15日到7月8日，17个交易日里上证指数跌去了超过30%。个股层面更惨烈——超过1400只股票在这期间跌幅超过50%。更惊人的是，在暴跌最凶的那几天，每天有超过1000只股票主动申请停牌，高峰时期全市场约一半的股票处于停牌状态。你持有的股票不是跌了多少的问题——是根本不让你卖。

这是中国A股历史上最特殊的一幕。在此之前，中国投资者对"流动性风险"这个概念的理解大多停留在教科书上。2015年之后，每个人都亲身经历了什么叫"你看到价格在那里，但你的卖出指令永远不会成交"。

然后是国家队入场。券商自营、证金公司、汇金公司大举进场买入，央行提供流动性支持。7月9日，市场暴力反弹。但重建信心的过程漫长而痛苦。到了2016年1月，A股又遭遇了两次熔断——首日触发两次熔断，全天交易仅15分钟——这一次连熔断机制本身也没能幸免，数日之后便被紧急叫停。

对于中国投资者来说，2015年不只是一次市场调整。它是一代人对"牛市-泡沫-崩盘"这个古老循环的亲自"在场"。亲身经历过千股停牌的人，和只是在书里读到过的人，面对下一次牛市时，体内的恐惧阈值完全不同。

2020年3月：巴菲特说自己"活了89年没见过这个"

2020年3月，新冠疫情在全球蔓延。美国股市在3月9日、12日、16日和18日——10天之内——四次触发熔断。

熔断机制本身就是1987年黑色星期一之后才有的。在此之前的33年里，美国股市只发生过一次熔断（1997年）。然后在2020年3月的十天之内，发生了四次。

3月11日，巴菲特接受雅虎财经采访，说了一句后来被全球媒体反复引用的话："我今年89岁了，之前只见过一次熔断。现在又见了一次。"几天后，他又见了一次。然后再一次。

但2020年的故事和2008年有一个根本性的不同：崩溃之后是史上最快速的反弹之一。3月23日是美股的最低点。从那天起，在美联储史无前例的宽松政策（零利率+无限量QE+各种紧急贷款工具）和美国政府数万亿美元的财政刺激的共同作用下，美股开启了一轮狂暴上涨。纳斯达克指数在2020年全年涨了超过40%。

那些在3月的恐慌中卖出的人，错失了之后数十年一遇的大涨。而坚持持有的人，经历了一次从地狱到天堂的V型反转。

2020年教会投资者的是：**预测市场崩溃很难，预测崩溃后的反弹时机更难。** 如果你在2020年3月初卖出后等了两个月"确认底部"，你可能就完全错过了反弹。而这正是"择时"最大的陷阱——你需要连续做对两次：一次是卖在高位，一次是买在低位。连续做对两次的概率，乘起来几乎可以忽略不计。

泡沫的基因序列

回顾这四百年的金融史，有一个模式在一次次地重复，精准到令人感到荒谬：

泡沫事件	时间	资产	从最高点到最低点的跌幅
郁金香泡沫	1637	郁金香球茎	>90%
南海泡沫	1720	南海公司股票	~90%
1929年大崩盘	1929-1932	美股（道指）	89%
日本泡沫经济	1989-2003	日经225指数	80%
互联网泡沫	2000-2002	纳斯达克指数	78%
2008年金融危机	2007-2009	美国房地产及金融资产	标普500跌57%
中国A股大震荡	2015-2016	上证指数	从高点跌约49%
新冠冲击	2020年2-3月	全球股市	标普500跌约34%

每一个泡沫在发生的时候，参与者都会说"这次不一样"。郁金香泡沫时期荷兰人说"郁金香和普通商品不一样，它是身份和品位的象征"。互联网泡沫时期华尔街分析师说"互联网改变了商业的本质，市盈率不再重要"。每次的论据不同，逻辑结构完全一样：找到一个"新常态"的理由，认定历史规律不适用于当下。

而每一次泡沫破裂以后，回过头来看，K线图长得惊人地相似：缓慢上升（怀疑期）—加速上升（共识期）—垂直拉升（狂热期）—断崖式下跌（恐慌期）—漫长的寻底（绝望期）。这五个阶段的先后顺序，四百年以来雷打不动。

[下一章：市场逻辑](#)

第3章：金融市场的底层运行逻辑

理解金融系统不是为了考试，是为了让你在央行降息的那个下午，能比别人早一天知道该做什么。而不是等到财经新闻解读出来了才跟风操作。

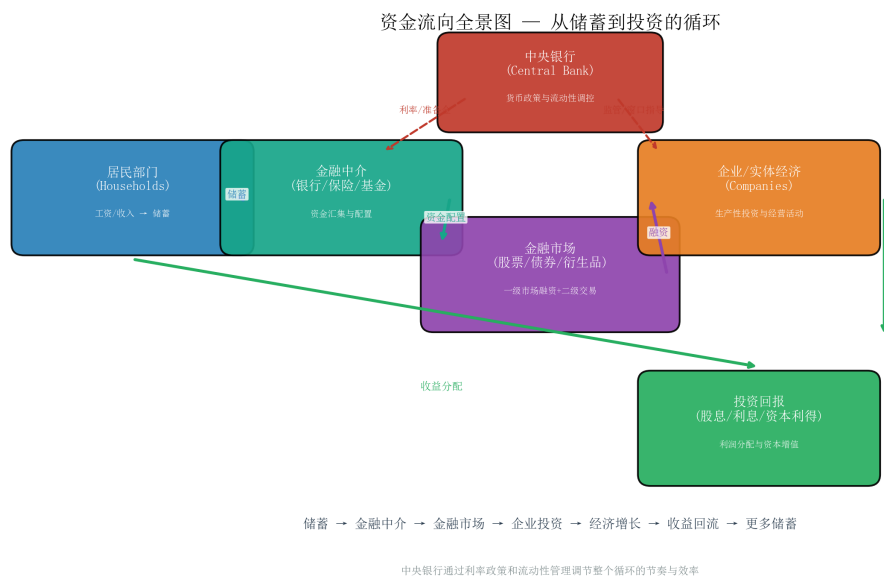
你可能会有一个困惑：央行的利率调整，为什么会影响到我手里那几万块的基金？美联储在大洋彼岸开个会，为什么我买的A股第二天的开盘就被拖下水？

这些问题背后，是同一套底层逻辑在运转。这套逻辑不像K线图那样每天在你眼前跳动，但它是K线图背后的"重力"。你把石头扔到空中，不管它飞得多高多快，最终都会被重力拉回地面。资产价格也是一样——不管市场的情绪多么亢奋或多么绝望，最终都会受到几个关键底层变量的约束。

这一章就是要帮你理解这几个"重力变量"。

钱从哪里来，到哪里去：资金流的完整循环

我们先画一张全景图。



整个金融系统，本质上是一个巨大的资金循环系统。这个系统的起点是**储蓄**——你我的工资、企业的利润、政府的税收中，没有被消费掉的那部分。

资金从储蓄端出发，经过四条主要通道流入金融市场：

第一条通道：银行存款。 你把钱存入银行，银行再把这笔钱借给需要资金的企业或个人。你去银行存了10万块，银行拿着这10万块（的一部分，这个后面会展开讲）放贷给一家制造企业。这家企业用这笔钱买设备、建厂房、招工人——资金从储蓄者手中，流入了实体经济。

第二条通道：债券市场。 你买国债，钱借给了政府。你买企业债，钱借给了企业。和银行存款的区别在于，债券市场绕过了银行这个中介，资金直接从储蓄者流向了融资者。这种"脱媒"（绕过银行中介）的融资方式，在中国过去十几年里蓬勃发展，但银行信贷仍然是绝对主力。

第三条通道：股票市场。 你买新股(IPO), 钱直接给了上市公司。上市公司用这笔钱扩大生产、研发新产品、收购竞争对手。这也是资金流入实体经济的直接通道。但如果你的股票是从另一个投资者手里买的(二级市场交易), 那这笔钱并没有流入上市公司——只是从一个投资者手里转移到了另一个投资者手里。这个区别我们后面会重点讲。

第四条通道：非银行金融机构。 信托、保险、公募基金、私募基金、理财产品——它们都不是银行, 但都在做同一件事: 把储蓄者的钱汇集起来, 然后投向各种资产。它们的角色是"中间人", 赚的是管理费或者利差。

这四条通道将储蓄引导到各个"用钱的地方"——企业投资、政府支出、居民购房、国际贸易。这些"用钱的地方"就是实体经济。实体经济创造了产品和服务, 产生了收入和利润, 这些收入和利润最终又通过工资、分红、利息、税收等方式回流到居民、企业和政府手中——完成了整个循环。

这个循环有三个关键洞察:

第一, 金融系统不是独立存在的。 它只是实体经济的"血液系统"——如果实体经济没有造血能力, 金融系统再花哨也是死水一潭。最终支撑你投资收益的, 是企业真正创造出来的利润——不是炒作、不是博弈、不是零和游戏里的"别人亏的钱"。这是投资最根本的基石, 但很多人在市场的噪音中忘了这一点。

第二, 资金循环是"闭环"的。 整个系统中, 一个人支出的每一块钱, 都是另一个人的收入。当这个循环在某一个环节"卡住"的时候——比如银行惜贷, 企业拿不到钱, 居民收入下降——整个经济就陷入了衰退。

第三, 循环是有"放大器"的。 银行体系不只是被动地把储蓄传导给投资, 它在传导的过程中会"放大"资金量。这就是我们接下来要讲的东西。

央行和商业银行：钱是怎么被"凭空"创造出来的

很多人以为银行是"把你的存款借给别人"。这个概念严格来说是不准确的。

现代货币创造的真实过程是这样的:

央行向商业银行提供一笔"基础货币"——比如100元。这100元进入了商业银行A。商业银行A必须把其中一定比例(比如10%)作为"存款准备金"存在央行, 剩下的90元可以放贷。商业银行A把这90元贷给企业甲。

企业甲拿到了90元贷款, 支付工资或货款, 这90元最终存入了商业银行B。商业银行B收到90元存款后, 同样留存10%(9元)作为准备金, 把剩下的81元贷出去。

这个链条可以一直延续下去。通过数学推导(等比数列求和), 初始的100元基础货币, 在这个传导过程中, 最终会创造出: $100 \text{元} \div 10\% = 1000 \text{元}$ 的广义货币(存款+现金)。

这就是"货币乘数"——现代银行体系的核心魔法。 100元变成1000元。乘数是存款准备金率的倒数。准备金率越低, 乘数越大, 同样一块钱基础货币能创造的信贷量越多。

你听到"央行降准"的时候, 降的就是这个存款准备金率。假设准备金率从10%降到8%, 同样的基础货币现在可以支撑 $100 \text{元} \div 8\% = 1250 \text{元}$ 的广义货币。凭空多出了250元。

这250元不是央行印出来的纸币, 而是通过银行系统的信贷链条"内生"创造出来的——企业多贷到了钱, 多发了工资, 多买了原材料, 经济活动就活跃了。这就是"降准"刺激经济的核心逻辑。

但这里有一个关键的限定条件: 这个货币创造的过程**取决于企业愿意借钱**。如果经济前景不明朗, 企业对未来没信心, 即使银行手里有钱, 企业也不愿意来借——那货币乘数就失效了。这就是所谓的"流动性陷阱": 钱很

多，但没人用。日本在1990年代泡沫破裂后的"失落的十年"里就长期处于这种状态——基础货币不断扩张，但广义货币增长缓慢，经济就是起不来。

对投资者来说，理解货币创造机制最大的价值在于：**当央行"放水"的时候，这些水一定会流向某些资产。你不需要预测水的精确流向，但你可以判断出哪些资产最有可能受益——通常是供给受限的优质资产。**如果市场上凭空多了10%的钱，而好公司的股票数量并没有增加10%，那么每一股背后的资金追逐就会增加——这就是为什么货币宽松通常利好股市。

一级市场与二级市场：一个忽悠了无数人的概念

一级市场和二级市场的区别，是金融世界里最简单但也最容易产生误解的概念之一。

一级市场是"发行市场"——企业第一次把股票（或债券）卖给投资者。IPO（首次公开募资）就是一级市场最典型的交易。在这一级市场上，你的钱给了上市公司。上市公司拿了钱去干正事——扩产能、搞研发、还债务。

二级市场是"交易市场"——投资者之间互相买卖已经发行在外的股票。你在股票软件上点击"买入"，你买的股票不是从上市公司手里买的，是从另一个投资者手里买的。你的钱给了那个卖给你股票的人，和上市公司没有一毛钱关系。

这个区别听起来简单，但它隐含着一个极其重要的推论：**二级市场上的股价波动，本质上是投资者之间"对同一家公司未来价值的看法不同"所产生的交易。**股价的每一次上涨，不是因为公司变好了——公司的厂房设备、专利技术、市场份额并没有在那个瞬间发生任何变化——而是因为有更多人（或更有资金实力的人）愿意用更高的价格买入。

股价在短期是"投票机"——无数人用钱投票的结果。股价在长期是"称重机"——最终它必须回归到这家公司真正创造的价值上去。格雷厄姆的这句名言之所以流传至今，是因为每一代投资者都能在真金白银的亏钱中验证它的残酷正确。

但它告诉我们的另一个结论更直接：如果你在二级市场上赚了钱，严格来说你赚的是"别人未来愿意用更高的价格接你手中股票"的钱，而不是"公司给你分了红"的钱（分红的比例远不如资本利得高）。如果你的盈利逻辑建立在"一定有比我更傻的人来接盘"——那你需要重新审视一下自己的策略。如果你的盈利逻辑建立在"这家公司未来确实能创造更多价值"——那你可以睡得比较踏实。

为什么利率是万有引力

在所有金融变量中，利率是唯一一个能牵动所有资产价格的"终极变量"。

把利率想象成地球引力。你在蹦床上跳，蹦得越高，最终摔得越重。资产价格也是一样——利率越低，资产价格可以涨得越高，因为引力变小了。但引力永远不会消失，它只是暂时变小了。当引力恢复的时候，那些飞到天上的资产价格就会落回来。

这个比喻可以翻译成严格的经济学语言，但核心逻辑真的很简单：

所有资产的价值，都等于它未来能产生的所有现金流的折现值之和。

你买一套房子，它的价值取决于你未来收到的所有租金（或你如果自己住的话，省下来的等价租金）——这些租金，你愿意现在付多少钱？不是面值。明年收到的100块租金和今天拿在手里的100块钱，不是一回事。因为今天的100块存进银行，一年后可能是101.5块。所以明年的100块，在今天只值大约98.5块。

这个"把未来的钱折成今天的价值"的过程，就叫折现。折现率越高，未来的钱在今天越不值钱。折现率越低，未来的钱在今天越值钱。

而利率，就是所有折现率的"锚"。你手里的任何一个投资机会——股票、债券、房产、创业项目——它的吸引力，最终都取决于它扣除风险之后的预期收益率是否高于"无风险利率"。无风险利率就是你不需要承担任何风险就可以获得的回报率——通常用国债利率来近似。

所以逻辑链是这样的：

央行调整政策利率 → 无风险利率随之变化 → 所有资产的折现率跟着调整 → 所有资产的价格重新定价。

央行降息，无风险利率下降，折现率下降，未来现金流的现值上升，资产价格上涨。

央行加息，无风险利率上升，折现率上升，未来现金流的现值下降，资产价格下跌。

这就是为什么全世界的投资者都盯着美联储的一举一动——不是因为他们关心美国的就业数据，而是因为美联储的决策影响的是全球无风险利率的基准线。这条基准线一移动，所有的东西都要跟着重定价。

利率的传导：从央行到你手里的基金，中间发生了什么

央行今天宣布降息，你手里的股票基金净值明天会涨吗？

不一定。中间的传导链路相当之长，而且每一个环节都有时滞。

第一步：央行操作（决策日）

央行通过公开市场操作——买卖国债或其他证券——向银行体系注入或抽走流动性。或者直接调整政策利率（在中国主要是MLF利率和LPR，在美国是联邦基金利率）。这一步发生在央行宣布决定的当天。

第二步：货币市场传导（当天到数日）

央行的操作首先影响的是银行之间的"隔夜拆借利率"——也就是银行和银行之间互相借钱的利率。这个利率的变化速度极快，通常在央行操作后的几小时内就会反映出来。

第三步：债券市场传导（数日到数周）

货币市场的利率变化传导到债券市场。短期国债收益率最先反应（因为它们和隔夜利率最接近），然后中长期国债收益率也跟着调整。债券价格和收益率是反向关系——收益率下降意味着债券价格上升。

债券市场之所以重要，是因为它决定了所有资产定价的"无风险利率"基准。当你听到新闻里说"十年期国债收益率跌破了2.5%"，这句话意味着整个市场的无风险基准线在下沉，所有风险资产的吸引力在相对上升。

第四步：信贷市场传导（数周到数月）

银行的资金成本变了，它们向企业和个人放贷的利率也会随之调整。贷款利率下降，企业的融资成本降低，愿意借钱扩张的企业增多。个人房贷利率下降，买房需求可能回升。这传导到实体经济的投资和消费决策上，需要数周到数月的时间。

第五步：股票市场传导（混合时间框架，高度不确定）

理论上，降息对股市的影响逻辑清晰：折现率下降 → 未来利润的现值上升 → 股价应该涨。但现实中，股市从来不是在真空中运行的。

降息消息出来之后，市场会同时发生两件事：第一，折现率确实下降了，这对股价是正面的（“估值效应”）。第二，市场会问：“央行为什么要降息？是不是经济出了问题？”如果答案是“经济正在恶化，所以央行需要救市”，那么降息的正面估值效应可能被经济恶化的负面盈利预期完全抵消。

这就是为什么有时候央行降息股市反而大跌——不是因为教科书错了，而是因为市场的第一反应不是“太好了钱变便宜了”，而是“糟了事情比我们想象的要严重”。

第六步：实体经济传导（6个月到18个月）

降息最终能否真正刺激经济，取决于实体经济的‘吸收能力’。企业和消费者需要时间——从利率下降，到企业决定申请贷款，到贷款获批，到资金到位开始投资，到投资产生效益——整个过程通常需要6到18个月。

这就是为什么货币政策被形容为“推一根绳子”——你可以用力推（降息），但绳子另一头的反应往往不那么直接、不那么迅速。

央行资产负债表：一张被严重低估的报表

你不需要成为一个会计也能理解央行的资产负债表。它的逻辑和任何一家公司的资产负债表一样： $\text{资产} = \text{负债} + \text{权益}$ 。

央行的主要资产包括：外汇储备（央行持有的美元、欧元等外币资产）、对政府的债权（持有的国债）、对金融机构的债权（再贷款、再贴现等各类对商业银行的放款）。

央行的主要负债是它发行的货币——你钱包里的人民币。在央行自己的账本上，每一张人民币都是它的“负债”。这不是一个比喻。央行把货币记录在负债端，因为这些货币本质上是央行欠货币持有者的——你拿着100元人民币去央行，央行在法律上没有义务兑付任何东西（1971年之后黄金窗口永久关闭），但这100元代表的是“社会对央行的信任索取权”。

当央行“放水”的时候，它在做什么？它在扩张自己的资产负债表——同时在资产端和负债端增加数字。资产负债表的扩张，就意味着系统中的货币量在扩大。当央行“缩表”的时候，意味着它在收缩资产负债表——回收市场上的流动性。

理解央行资产负债表的最大好处是：**你能看懂央行在干什么，而不只是听懂新闻里说了什么。**财经新闻告诉你“央行降准了”——你知道这意味着货币乘数在上升。财经新闻告诉你“央行扩表了”——你知道这意味着基础货币在增加。两者方向一致的时候，就是在强力放水。两个方向不一致的时候，央行可能在“定向”调整——比如一边扩表补充短期流动性，一边通过其他工具回收中长期资金。

为什么中国股市不是经济的“晴雨表”

教科书上说，股市是经济的“晴雨表”——经济好，股市涨；经济不好，股市跌。

这个说法在逻辑上是通顺的。逻辑链是： $\text{GDP增长} \rightarrow \text{企业利润增长} \rightarrow \text{股价上涨}$ 。美国股市在过去一百多年里，确实和GDP增长高度相关。标普500的长期复合增长率大约10%，和名义GDP增速基本一致。

但中国A股，至少在过去三十年里，和GDP增长的相关性非常弱。

从2000年到2023年，中国GDP从约10万亿增长到了约126万亿，翻了十几倍。同期，上证指数从2000年的约2000点，到2023年仍然在3000点上下波动。经济总量翻了十几倍，股市几乎原地踏步。

这种背离有三个主要原因：

第一，指数编制的问题。 上证指数是"综合指数"，包含了上海证券交易所的全部股票。这意味着它被大量长期下跌的落后产能股票拖累——这些公司确实在衰落，但它们仍然"赖在"指数里。如果看代表大盘蓝筹的沪深300，长期表现其实好得多，更贴近经济趋势。但大多数人的"体感"来自上证指数。

第二，股市扩容稀释了指数。 中国A股过去二十年的IPO数量爆炸式增长。从2000年的一千多只股票，到2023年的超过5000只。大量新股上市，它们在指数中的权重挤占了老股的空间。如果一只老股被指数里另一只表现更好的新股替代，指数可能上去了——但实际情况是，注册制改革前的核准制下，很多资质一般的大型国企上市，对存量市场的拉动非常有限。

第三，中国股市的"政策市"特征。 中国股市长期以来有一个非常突出的特征——监管政策、货币政策和产业政策的力度超过了经济基本面对股价的影响。2015年的暴涨和暴跌，很大程度上是"杠杆牛"被政策催化和政策打压的结果，和2015年GDP增长6.9%这个数字之间没有逻辑关系。

所以结论不是"中国股市是无效的"。结论是：中国股市的定价机制和美国股市不完全一样。理解中国股市需要更多的政策分析、监管分析和资金面分析，不能简单套用"GDP好=股市好"的公式。[详见第12章](#)

股票市场的定价机制：为什么"好公司"和"好股票"可以是两回事

前面我们一直在讲宏观——钱怎么流动，利率怎么传导。现在我们把焦距拉近，对准股票市场本身。股价到底是怎么被决定的？

理论上很简单：股价 = 盈利 x 市盈率。

一个公司的股价上涨，只有两个可能的原因：要么它赚的钱真的变多了（盈利增长），要么市场愿意为它的每一块钱盈利付更高的价格（市盈率扩张）。

这个简单至极的公式，解释了一切股价波动。但它也隐藏着两个截然不同的投资哲学。

盈利驱动的投资者关注的是第一个变量——盈利。他们研究公司的商业模式、护城河、管理层能力、行业趋势，试图找到那些未来盈利会持续增长的公司。如果一家公司现在的盈利是每股1元，五年后是每股2元，而市盈率不变，那股价就会翻倍。这是巴菲特式的价值投资。

估值驱动的投资者关注的是第二个变量——市盈率。他们研究市场情绪、资金流向、货币政策、风险偏好，试图判断市场愿意给盈利"付多少倍"的价格。如果市场情绪从悲观转向乐观，市盈率可以从10倍涨到20倍——在盈利完全不增长的情况下，股价也能翻倍。这是索罗斯式的宏观对冲。

两者的区别不是对错，而是时间框架和风险来源的不同。盈利驱动的回报需要时间——一家公司的盈利从1元涨到2元，通常需要几年。但它是相对确定的——如果你对商业模式的理解是正确的。估值驱动的回报可能来得极快——市场情绪在几个月甚至几周内就可以剧烈逆转。但它极其不确定——你无法预测别人的情绪什么时候变。

大多数亏损的散户，犯的是同一个错误：他们以为自己是在做盈利驱动的投资（"我看好这家公司的长期前景"），但实际上驱动他们买卖的却是估值信号（"涨了这么多，赶紧追"）。这两件事在脑子里混在一起，决策就成了掷骰子。

从理论到实践：知识怎么转化成决策

你读完了这一章，知道利率是所有资产定价的锚，知道降息理论上利好股市，知道降准会放水推高资产价格，知道货币会通过银行系统被乘数放大。

但明天早上，你打开交易软件看到一个红盘，你是买还是不买？

理论从不直接回答这个问题。理论的功能不是预测明天，而是帮你建立一套"条件反射"——当某个变量发生变化的时候，你脑子里的警报会自动响起，你知道哪些资产类别会最先受到冲击，哪些传导环节可能出问题，市场在"定价什么"而不是在"恐慌什么"。

在2020年3月，美联储宣布无限量QE的那个周末，一个理解了美国货币体系的人，和一个只看新闻标题的人，会做出完全不同的决策。

前者会反应过来：美联储向市场注入无限流动性，意味着资金将追逐所有能提供正收益的资产——最先受益的将是流动性最高的资产（国债），然后是高质量信用债，然后是股票。他可能在别人还在恐慌的时候，已经开始分批买入。

后者可能会被"美股10天4次熔断"的标题吓得清仓。

这两者之间最大的差距不是智力，不是信息，而是**有没有把信息安放在正确的分析框架里**。

接下来，我们将进入投资分析的第一性原理——抛开所有的流派之争，回到最底层的问题：到底是什么决定了资产的长期回报？

[下一章：第一性原理](#)

第4章：投资的第一性原理

"投资世界有且仅有这几条规律是不能被推翻的。你以后听到的任何投资建议、任何理财产品的宣传、任何股市大V的分析——都可以用这六条来检验。推导不回去的，就是在忽悠你。"

2008年秋天，雷曼兄弟破产后的第二个周末，巴菲特在《纽约时报》上发表了一篇署名文章，标题是《我在买入美国》。

当时道琼斯指数已经从14000点跌到了8000点，恐慌像瘟疫一样蔓延。所有人都在卖出，所有人都在说"这次不一样"。巴菲特在那篇文章里写了一句后来被反复引用的话："别人贪婪时我恐惧，别人恐惧时我贪婪。"

听起来像一句鸡汤。但它背后的逻辑是什么？他凭什么敢在全世界都在跑的时候逆向买入？

答案藏在本章要讲的六条原理里。这六条原理构成了投资的"物理定律"——你不能推翻它们，只能理解它们、顺应它们、利用它们。一条一条来。

4.1 货币的时间价值

今天的100块为什么比明天的100块值钱？

先忘掉"通货膨胀"这个词。即使在一个零通胀的世界里，今天的100块依然比一年后的100块值钱。为什么？

因为你今天拿到这100块，可以立刻用它做事情。你可以存银行赚利息，可以买国债拿票息，可以投资一个项目产生回报。总之，**货币可以投入生产性用途，在生产过程中增值。**

反过来想：如果有人跟你说"一年后我给你100块"，你实际上损失了什么？你损失的并不是"通货膨胀"，你损失的是**这一年里用这100块赚钱的机会**。这个机会的价值，就是货币时间价值的本质。

金融学把这个逻辑形式化为一个概念——**折现 (discounting)**。未来的一笔钱，折现到今天值多少？公式很简单：

$$PV = \frac{CF}{(1+r)^n}$$

其中r叫做**折现率 (discount rate)**。这个r是整个金融世界里最重要的数字。它决定了：- 一个公司的股票值多少钱(把未来所有利润折现到今天) - 一个债券的价格是多少(把未来所有利息和本金折现到今天) - 一个房地产项目该不该投(把未来所有租金收入折现到今天) - 你该不该读这个硕士学位(把未来更高的工资折现到今天，和现在的学费+放弃的工资比)

折现率怎么选？

这个问题值得花两分钟说清楚。折现率本质上是在问：**推迟今天的消费，你要求多少补偿？**

如果你是一个极度保守的人——把钱放银行活期，年利率0.3%——那么对你来说，折现率就是0.3%。一年后的100块，在你眼里值99.7块，差别不大。

如果你是一个企业家——把钱投入一个预期年回报15%的项目——那么对你来说，折现率就是15%。一年后的100块，在你眼里只值87块。差距巨大。

折现率不是天上掉下来的，它取决于你放弃的那个最佳替代机会的回报率。 金融学称之为"机会成本" (opportunity cost)。

对投资意味着什么？

第一，**开始得越早越好**。因为时间越长，折现的效应越剧烈。25岁开始每月投1000块和35岁开始每月投1000块，到60岁退休时的差距不是"差了10年的投入" (12万)，而是差了10年的**复利积累期**——在年化8%的假设下，这个差距是超过100万。你损失的不仅是钱，是钱的时间。

第二，**投资期限必须和投资工具匹配**。明年要用的钱，不能投股票。因为股票的一年期回报波动巨大（历史上单年可以跌50%也可以涨60%），折现模型里的"确定性"对短期投资来说完全不存在。但30年后要用的钱，恰恰应该投股票——因为30年足够熨平波动，而股票的长期回报远高于现金和债券。这就是你的"时间容量"决定了你能承受的风险类型。[详见第5章](#)

4.2 风险与收益的对称性

金融世界里没有免费的午餐——这不是比喻，是均衡

如果你在街上遇到一个人，他对你说："我这有一个理财产品，年化收益12%，保本保息，零风险。"你应该怎么做？

答案是：跑。不是在开玩笑。因为这句话本身在逻辑上是矛盾的。

为什么？

假设真的存在一个"高收益、零风险"的资产。那么会发生什么？全世界的钱都会涌向它——养老基金、保险公司、银行、对冲基金、你的邻居、你邻居的狗。所有人都在买入，价格被推高，收益率被压低，直到它的收益率和"零风险"相匹配——也就是国债利率的水平。

这个过程叫**竞争性市场均衡**。它的逻辑是：在一个信息自由流动、参与者自由竞争的市场里，**任何超额回报都会被套利行为消灭**。如果某个资产回报高而风险低，人们会买入→推高价格→压低收益率→直到风险和回报恢复匹配。

所以结论是铁律：**金融市场不存在高收益低风险的资产。如果存在，那一定是风险被隐藏了。**

中国P2P的血泪教科书

2014到2018年，中国的P2P平台如雨后春笋般冒出来。它们给投资者的承诺几乎一模一样：年化8%到

12%，"担保本息"，"零风险"。当时中国的一年期国债收益率不到3%，银行理财约4-5%。P2P提供的收益率是国债的3到4倍。

按照我们刚才的逻辑——如果这个收益率是真的"零风险"，为什么全世界的钱没有涌进来把它抹平？为什么银行没有把资金全部转投P2P？

答案现在大家都知道了：**风险是存在的，只是被巧妙地藏了起来。** 风险藏在借款人的违约概率里，藏在平台的资金池操作里，藏在期限错配的流动性黑洞里。2018年夏天，雷潮来临，数千家平台爆雷，数以万亿计的资金蒸发。

这堂课花了中国投资者几万亿的学费。教的东西其实只有一句：**如果有人给你承诺了不合理的回报，他一定在你不理解的地方承担了你不知道的风险。**

这条原理的推论

第一，**任何产品承诺"高收益+稳定"，都是风险转移术**——风险没有消失，只是暂时被掩盖或者转移给了别人（通常是后来的投资者，这就是庞氏骗局的本质）。

第二，**预期收益和风险是一个硬币的两面。**你想要年化15%的回报？可以，但你必须接受在某些年份你会亏损20%甚至更多。这不是"可能发生"，是"一定会发生"。股票市场历史上大约每3-4年就会经历一次超过20%的下跌。

第三，**投资能力的核心不是"找到高收益标的"，而是"理解并管理自己承担的风险"。**乌龟和兔子赛跑的故事，在投资里是反过来的——不是跑得快的人赢，是活得久的人赢。一个在每轮牛市中翻倍但每轮熊市中爆仓的投资者，最终的净值是零。

4.3 复利的数学本质

比"利滚利"深刻得多的事

复利通常被简化为"利滚利"——利息再生利息。但它的数学本质远比这个深刻：**复利意味着增长速度与当前规模成正比。**你拥有的越多，增长得越快。这是一个自我加速的正反馈循环。

来看几个具体数字。假设初始本金10万元，一次性投入，不同年化收益率下30年后的终值：

年化收益率	30年后终值（万元）	是初始本金的多少倍	关键发现
5%	43.2	4.3倍	这个收益率大致等于长期国债或银行理财
8%	100.6	10.1倍	这个收益率大致等于偏保守的股债混合组合
10%	174.5	17.5倍	这个收益率大致等于美国股票市场长期平均
12%	299.6	30.0倍	这个收益率大致等于优秀主动管理基金的长期上限

看仔细了：10万本金，8%和10%之间只差2个百分点，但30年后终值差了近74万。**这个差额是初始本金的7.4倍。** 这就是复利的非线性——微小的收益率差异，在时间的作用下，被放大成天文数字。

如果你每月定投，效果更惊人。每月投2000元（一年2.4万），年化8%，30年后的终值接近300万。而你实际投入的总本金只有72万。复利贡献了超过225万。

复利的黑暗面：亏损的数学不对称性

复利的光明面被讲得太多，黑暗面却很少有人提。这条黑暗面是纯数学——不涉及任何心理学：

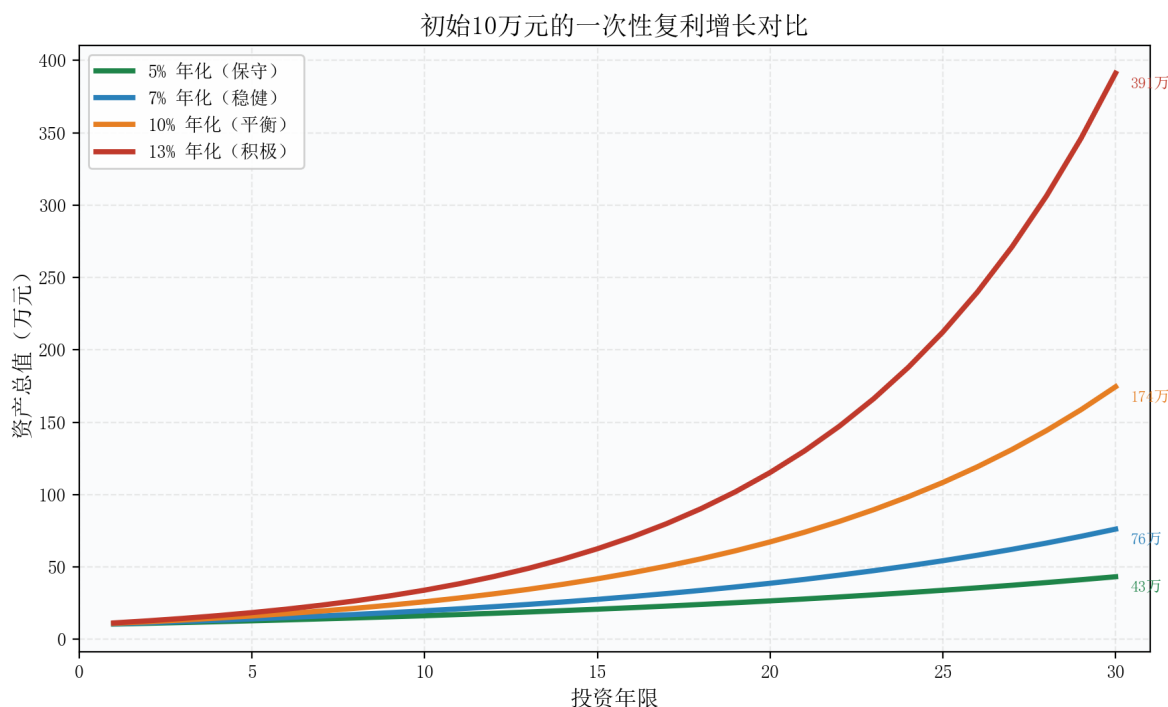
一个50%的亏损，需要一个100%的盈利才能回本。

计算一下：你有100万，亏损50%，剩下50万。要让50万回到100万，需要赚50万——也就是在50万的基础上赚100%。

再延伸一下：

亏损幅度	需要多少涨幅才能回本
-10%	+11.1%
-20%	+25.0%
-30%	+42.9%
-40%	+66.7%
-50%	+100.0%
-60%	+150.0%
-70%	+233.3%
-80%	+400.0%

这个表格揭露了一个残酷的事实：**亏损对复利的伤害，远大于同等幅度盈利的帮助。** 一个投资组合如果某一年跌了50%，即使接下来连续两年都涨30%（这已经是非常极端的假设了），净值也只能回到 $50万 \times 1.3 \times 1.3 = 84.5万$ ，距离回本还有15.5万的差距。



对投资意味着什么？

第一，**控制回撤比追求收益更重要**——至少同等重要。巴菲特说他的投资规则只有两条："第一条，不要亏钱。第二条，不要忘记第一条。"这不是玩笑。他说的"不要亏钱"不是指避免任何短期浮亏，而是指避免**永久性资本损失**——即那些再也回不来的损失。

第二，**"预期收益"和"实际收益"之间的差距，往往来自对复利黑暗面的不理解**。一个人看到某个策略"过去10年年化收益20%"，以为10年后自己的钱就是本金的6.2倍。但如果这10年中有一年跌了50%，即使其余9年都涨了20%，几何平均年化收益只有约8.2%——不到名义上的一半。

第三，**分散化不是可有可无的锦上添花，而是对抗复利黑暗面的数学必需**。[详见4.5节](#)

4.4 市场有效性与无效性的共存

两个诺贝尔奖，两种完全相反的结论

2013年的诺贝尔经济学奖同时颁给了三个人：尤金·法玛(Eugene Fama)、罗伯特·席勒(Robert Shiller)和拉尔斯·彼得·汉森(Lars Peter Hansen)。

这在诺贝尔奖历史上极为罕见——把奖同时颁给两个观点针锋相对的人。

法玛是**有效市场假说(Efficient Market Hypothesis, EMH)**的奠基人。他在1970年发表的经典论文中论证：在一个有效的市场中，资产价格已经反映了所有可获得的信息。你无法通过分析已知信息来"打败市场"——因为价格在你分析之前就已经做出了反应。

席勒是**行为金融学**的先驱。他在1981年发表了一篇震动学界的论文，证明股票价格的波动远远超过了基本面

（股息）的波动所能解释的范围。换句话说，市场经常"过度反应"——泡沫和恐慌不是例外，而是常态。他精准预测了2000年的互联网泡沫和2008年的房地产泡沫。

两个人，一个说市场是理性的，一个说市场是疯狂的。谁对？

都对。

一个比喻：狗和遛狗的人

想象一个人在遛狗。这个人沿着一条直线稳步向前走。狗呢？一会儿冲到前面，一会儿落后，一会儿闻闻路边的树，一会儿追另一只狗跑出老远。

人就是**基本面**——公司的盈利、经济的发展、生产力的进步。狗就是**市场价格**——每一秒都在波动，大多数时候跟基本面没什么关系。

长期来看，狗是跟着人走的——市场价格最终会回归基本面。但短期来看，狗的路程是人的三倍——市场价格远远偏离了基本面。

市场在大多数时候是"大致有效"的，但在某些时刻是"完全疯狂的"。

有效市场假说解释了为什么你应该把大部分钱投在指数基金里——因为大多数时候你确实无法战胜市场。行为金融学解释了为什么那些"完全疯狂"的时刻是你人生中最重要投资机会——2008年的美股、2014年的A股蓝筹、2020年3月疫情恐慌时的全球市场。

卡尼曼和特沃斯基的革命

1979年，丹尼尔·卡尼曼(Daniel Kahneman)和阿莫斯·特沃斯基(Amos Tversky)发表了前景理论(Prospect Theory)。他们证明：人类在面临收益时是风险规避的，在面临损失时是风险追逐的——而且对损失的敏感度是对收益敏感度的约2到2.5倍。

这意味着市场参与者的行为**系统性偏离理性**： - 上涨时过早卖出(落袋为安) - 下跌时死扛不卖(损失厌恶) - 追涨杀跌(从众效应) - 过度自信(认为自己比市场聪明)

这些偏差不是个别人的毛病，而是**全人类的出厂设置**。这就保证了市场永远不可能完全有效——因为我们不是理性的计算机，我们是有情绪的灵长类动物。

对投资意味着什么？

这条原理给出的投资策略是**双轨制**：

常规轨道：承认市场大多数时候是有效的 → 用指数基金低成本地获取市场平均回报 → 不试图"战胜市场" → 省下时间和心力做更重要的事。

非常规轨道：在市场极度恐惧的时候(遍地都是便宜货, 没人敢买), 用你的"备用弹药"进行逆向投资 → 这不是"预测市场", 这是"利用市场" → 你不是在猜狗会往哪里跑, 你是在等狗跑得太远的时候下注它会回来。

第一个需要的是纪律，第二个需要的是勇气。两个都不容易，但第一个比较容易。

4.5 分散化的数学证明

马科维茨的"免费午餐"

1952年，一个25岁的芝加哥大学博士生发表了一篇14页的论文，标题是《投资组合选择》("Portfolio Selection")。这篇论文后来让他获得了诺贝尔经济学奖（1990年），并且永远改变了投资管理的面貌。

这篇论文证明了一个反直觉的数学事实：**投资组合的风险不等于组合中各资产风险的加权平均值。**

直觉上你可能会想：如果我把100万投在股票A（年化波动率30%）和股票B（年化波动率30%）各50万，那么组合的波动率应该是30%。对吧？

错了。真实的数学是：

$$\sigma_p = \sqrt{w_A^2 \sigma_A^2 + w_B^2 \sigma_B^2 + 2w_A w_B \rho_{AB} \sigma_A \sigma_B}$$

其中最关键的是那个希腊字母 ρ ——**相关系数**。如果A和B不是完全同涨同跌($\rho < 1$)，组合的波动率就小于30%。如果它们的相关系数是0.5，50/50组合的波动率会降到约26%。

更一般地说：**当相关性小于1的时候，分散化可以降低风险而不降低预期收益。** 这就是金融世界里所谓的"唯一的免费午餐"。

但是——"假分散"到处都是

理解了原理之后，你需要警惕一个最常见的误解：**持有10只股票就等于分散了。**

不是的。

如果你持有10只不同的互联网股票——腾讯、阿里、美团、拼多多、百度、京东、网易、快手、B站、字节（假设它上市了）——你分散了吗？数学上，你有10个不同的名字。经济上，你只有一种敞口：中国互联网。当行业监管政策变动（比如2021年的反垄断），这10只股票会一起跌。它们的相关系数可能高达0.7到0.9。

真正的分散化要求不同的回报来源（return sources）。 不同回报来源之间的相关性天然更低：

资产类别	回报的核心驱动因素	与其他资产的相关性（大致范围）
A股大盘股	中国经济增长、流动性	—
A股小盘股	中国经济、市场情绪	与大盘股约0.7-0.8
美国股票	美国经济增长、全球资金流动	与A股约0.3-0.5
中国国债	中国利率、货币政策	与A股约-0.1到0.1
黄金	全球通胀预期、避险情绪	与股票约0到0.2
大宗商品	全球供需、地缘政治	与股票约0.2-0.4

看懂了这张表，你就看懂了一个关键事实：**国债和股票在大多数时候是负相关或弱正相关的。** 当股票暴跌的时候，资金会涌向避险资产推高国债价格；当经济繁荣的时候，资金会卖出国债买入股票。这个跷跷板关系是资

产配置的核心逻辑。[详见第9章](#)

对投资意味着什么？

第一，**别假装分散**。买了5只新能源基金不等于分散——它们持有的可能几乎是一样的股票。真正的分散要跨资产类别、跨地域、跨货币。

第二，**分散化不是为了让收益更高，是为了让你在熊市中活下来**。一个充分分散的组合在2008年可能跌了25%而不是50%。这个差距是活下来和爆仓的差距。

第三，**接受"持有一些表现差的资产"的必然性**。多元化组合里永远会有一部分资产在某一年表现很差。这不是问题——这恰恰说明你的分散化在起作用。如果所有资产一起涨，那你的组合并没有真正分散。

4.6 安全边际

格雷厄姆最伟大的发明

本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）1934年出版了《证券分析》，1949年出版了《聪明的投资者》。巴菲特称后者是"有史以来最好的投资书籍"。

格雷厄姆不是一个象牙塔里的学者。他在1929年大崩盘中几乎破产——他的合伙投资账户亏损了将近70%。正是这次惨痛的教训，催生了他一生中最重要的概念：**安全边际（margin of safety）**。

核心逻辑极其简单：

$$\text{内在价值} - \text{市场价格} = \text{安全边际}$$

内在价值是你通过深入分析计算出来的、一个资产"应该"值多少钱。市场价格是你可以用多少钱买到它。两者之间的差距——这个"折扣"——就是你的安全边际。

这个折扣越大，你犯错误的空间就越大。因为**你一定会犯错**——你对公司前景的判断可能乐观了，你对行业趋势的理解可能过时了，甚至整个市场环境可能发生了你无法预见的剧变。安全边际是你的缓冲区。

"好公司"不等于"好投资"

格雷厄姆之后，投资界有一条被反复强调却很少有人真正理解的分界线：**好公司 ≠ 好投资**。

一家伟大的公司——管理卓越、品牌强大、市场领先——如果你在一个过高估值的位置买入，它依然可以是一个糟糕的投资。反过来，一家平庸的公司，如果价格远远低于它的内在价值，它可以是一个优秀的投资（虽然这种"烟蒂股"策略在当代越来越难执行）。

为什么"好公司+高价格=差投资"？因为股价的上涨空间已经被高估值压缩了。你花了20年后才能赚回来的钱买了一家公司——即使这家公司每年都在增长，你的回报也微乎其微。最极端的例子是日本：1989年日本股市泡沫顶峰时，日本巨头如NTT的市盈率超过100倍。30多年后的今天，这些公司在经营上没有问题——都是优秀的公司——但1989年买入的投资者至今仍然没有完全解套。

价格是你付出的，价值是你得到的。两者之间的差距越大，这笔投资越安全。

安全边际需要等待

这个原理有一个前提条件：你必须愿意等待。便宜货不会天天出现。在牛市里，几乎所有资产的价格都高于内在价值——市场的乐观情绪把折现率压到了不合理的位置。

巴菲特打过一个著名的比喻：**投资就像棒球，但区别是——你不需要挥棒。**球会一个接一个地投过来，有的在好球区，有的在坏球区。你可以站在那里不动，等那个正中红心的球过来，然后全力挥击。没有任何人逼你挥棒。

这个比喻的力量在于：市场上大多数人每天都觉得"必须做点什么"。他们频繁交易、追逐热点、满仓操作——因为他们觉得"什么都不做"意味着"不专业"和"错失机会"。但投资里最大的纪律恰恰是耐心——等那个明摆着的便宜货出现，然后重拳出击。

对投资意味着什么？

第一，**永远不要以"我觉得还会涨"为理由买入。** 买入的唯一理由应该是：当前价格显著低于你保守估算的内在价值。

第二，**建立一个"估值锚"。** 在研究一个投资标的之前，先估算它的内在价值区间——无论是用DCF、PE比较法还是资产基础法。没有这个锚，你会被每天的价格波动牵着鼻子走。

第三，**现金不是"不投资"，是"保留选择权"。** 在找不到便宜货的时候，持有现金或者短期债券不是无所作为——你是在保留未来以更低价格买入的权利。这个权利本身就有价值。

六条原理的总纲

在进入具体投资品种之前，让我们把这六条原理放入一张表中——你可以把它当作你的"投资宪法"：

第一性原理	核心逻辑	投资铁律
货币的时间价值	今天的钱比明天的钱值钱——因为钱可以工作	尽早开始，用时间换收益空间；期限必须匹配工具
风险与收益对称	竞争性市场消灭免费午餐——高收益必伴高风险	任何承诺"高收益+低风险"的产品，风险只是被藏起来了
复利的数学本质	增长与规模成正比，但亏损>盈利的数学不对称	控制回撤比追求收益更重要；永远避免永久性资本损失
市场有效与无效共存	市场大多数时候对，但有时疯	大部队走指数基金的大道，在恐慌时勇敢抄底
分散化的数学证明	相关性<1时，风险降低而收益不降低	跨资产、跨地域、跨币种——不买不同名字的同一种东西
安全边际	内在价值 - 价格 = 你犯错时的缓冲	没有折扣不买；好公司≠好投资；现金是保留选择权

如果你读到这里，已经理解了这六条原理的逻辑链——不是背下来了，而是理解了它们为什么成立——那么恭喜你：你已经在认知上超越了90%的个人投资者。接下来的每一章，无论是股票、债券、基金还是资产配置，都是在具体的场景中应用这六条原理。你会发现：所有的投资智慧，归根结底，都是这六条的展开。

当你以后听到一个投资建议的时候——不管是从银行理财经理嘴里，从抖音大V嘴里，还是从饭局上某个"炒股赚了大钱"的朋友嘴里——你只需要做一件事：把这个建议放到这张表里检验。如果它和六条原理中的任何一条矛盾，忽视它。不管讲故事的人多么有魅力。

[上一章：市场逻辑](#) | [下一章：认识你自己](#)

第5章：认识你自己

"投资第一条不是'怎么赚钱'，是'我亏得起多少'。不知道答案的人，等于没有系安全带就上了高速公路。"

2015年夏天，中国A股正在经历一场狂热的杠杆牛市。上证指数从2014年中的2000点一路冲到了2015年6月的5178点。办公室里、饭局上、出租车里——所有人都在谈论股票。有人抵押房子、借消费贷、甚至刷信用卡套现来"加仓"。

我有一个朋友，叫他小A吧。小A是一个典型的城市中产——外企工作，年薪30万，房贷每月1万2，有个3岁的孩子。他在2015年5月把全部积蓄80万投入股市，还额外借了50万信用贷，凑了130万杀进去。一个月后，市场开始崩盘。到8月底，他的账户只剩40万。不仅积蓄清零，还倒欠银行近50万——本金加上利息，每个月要还1万多。

事后我们复盘这件事，我问了他一个问题："你入市之前，问过自己'如果全亏了我还能正常生活吗'这个问题吗？"

他想了很久，说："没有。我根本没想过会亏。"

这就是本章要解决的问题。在你看任何一只股票、任何一个基金之前，在你学任何估值方法之前，在你做任何一笔投资之前——第一件事，是搞清楚你自己的财务状况和风险边界。投资界有一句老话："投资最重要的是'买什么'，而是'你是谁'。"

5.1 财务体检：你可能根本不了解自己

"我还不错"是大脑最危险的幻觉

我问过至少50个人同一个问题："你觉得你的财务状况怎么样？"超过40个人回答："还行吧"或"还可以"。但当我追问具体的数字——你的净资产是多少？你每月能攒下多少钱？你的债务占总资产的比例是多少？——超过一半的人回答不上来。

这不能怪他们。人类的出厂设置里，没有"主动核算家底"这一项。我们的远古祖先不需要计算净资产——他们只需要知道今天有没有打到猎物。现代人的大脑依然沿用这一设定：只要今天还有饭吃、信用卡还没刷爆，我们就默认"财务健康"。

但"默认"是个危险的东西。就像你不会因为"没有感觉到身体疼痛"就默认自己健康——体检的意义就在这里。投资入场前的财务体检，就是这个流程。

动手：填一张表

请拿出一张纸或者打开一个空白表格。现在，按照下面的模板填入你的真实数字。不要跳过任何一行：

投资认知训练手册

项目	金额（万元）	说明
资产		
现金及活期存款	_____	所有随时能取的钱
定期存款/银行理财	_____	有固定期限的产品
股票/基金（当前市值）	_____	按今天的价格算，不是你的成本
房产（当前市场估价）	_____	不是你的买入价，是今天能卖多少
车子（当前残值）	_____	贬值很快，保守估算
公积金/年金/其他	_____	所有有余额的账户
A. 总资产	_____	上面六行的和
负债		
房贷余额	_____	剩余本金，不是月供
车贷余额	_____	
消费贷/信贷余额	_____	包括花呗、借呗、信用卡分期
亲友借款	_____	如实填
B. 总负债	_____	上面四行的和
C. 净资产（A-B）	_____	这个数才是你的真实家底
月收入与月支出		
月税后收入（家庭合计）	_____	如果收入不稳定，填最近12个月平均
月基本生活支出	_____	房贷/房租+吃饭+交通+水电+孩子的固定开销
月可投资金额（收入-支出）	_____	每月能不动声色地放进投资账户的钱

填完之后，你先不用急着分析。光是把这些数字写下来的过程，就能暴露出很多你"以为知道但其实不知道"的东西。

现在来分析三组关键的比率：

诊断指标	计算方式	绿灯	黄灯	红灯
紧急储备比	现金+活期 / 月支出	>6个月	3-6个月	<3个月
负债率	总负债 / 总资产	<30%	30%-50%	>50%
储蓄率	月可投资金额 / 月收入	>20%	10%-20%	<10%

紧急储备比回答的是：如果你明天失去收入来源，你能撑多久？

负债率回答的是：你的资产有多少实际上是属于银行的？如果利率突然上升（比如房贷利率从4%涨到6%），你的月供会吃掉多少可投资金额？

储蓄率回答的是：你每个月留给"未来的自己"的钱，占你收入的多大比例？

三个指标中，有一个红灯——先别急着投资，先解决这个红灯。尤其是**紧急储备比**这个指标。如果低于3个月——意味着你失去工作后连一个季度都撑不过去——你把任何钱投入到任何可能亏损的投资产品里，都是在玩命。

5.2 紧急备用金：投资的第一道防线

为什么它必须是"零波动"的？

假设你没有紧急备用金。所有的钱都投在股票基金里。然后你失业了——经济衰退期失业，偏偏就在市场跌了40%的时候。你现在需要钱付房贷和生活费，于是你被迫在底部卖出基金。

你不仅丢了工作，还实现了永久的资本损失——因为你不能在底部等反弹，你等不起。这就是"被迫卖出"(forced selling)的悲剧。

紧急备用金的唯一要求是：你需要它的时候，它必须100%都在那里。 一分都不能少。这意味着它不能被放在任何有价格波动的资产里——股票不行，债券基金不行，长期定期存款不行（提前支取损失利息），甚至那些"T+1赎回"的理财产品也要谨慎（极端情况下可能有赎回限制）。

合格的紧急备用金存放工具：

工具	流动性	收益（约）	适合的备用金比例
银行活期存款	即时	0.2%-0.3%	1个月支出
货币基金（余额宝等）	T+0（限额）或T+1	1.5%-2.5%	2-5个月支出
大额存单（可转让）	T+1至T+3	2.5%-3.5%	剩余部分
超短债基金	T+1	2%-3%	不建议放紧急备用金

注意最后一行的"不建议"：超短债基金虽然波动很小，但在极端市场压力下（比如2022年底的债券市场波动）也可能出现净值回撤。紧急备用金承受不起任何回撤——哪怕只是0.5%，原理上也违背了"必须100%都在"的铁律。

该准备多少？

生活状态	建议备用金月数	原因
单身，工作稳定（公务员/国企/事业单位）	3-6个月	收入来源可靠，意外失业概率低
单身，工作不稳定（初创公司/自由职业/销售）	6-12个月	收入波动大，重新找工作周期可能较长
已婚，双职工，无子女	3-6个月	两个收入来源互为备份
已婚，双职工，有子女	6-9个月	两个收入+无法压缩的刚性支出（孩子）
已婚，单职工，有子女	9-12个月	单一收入+无压缩空间——高脆弱性
有房贷+车贷+子女	12个月	多重刚性支出=极高脆弱性
即将退休（5年内）	12-24个月	退休后收入骤降，需要更大缓冲

请诚实评估：你在哪一栏？把对应的备用金存够之前，不要开始任何有风险的投资。

5.3 风险承受度的三个维度

大多数人只有一个维度——并且通常是错的

问一个人“你能承受多大风险”，大多数人的回答取决于他们最近的经历。在牛市中：“我能承受很大风险，跌20%我都不怕！”在熊市中：“我不能承受任何风险，我晚上睡不着觉。”

这是因为大多数人只考虑了一个维度：**心理承受度**——也就是“我亏多少会心慌”。但这只是三个维度中的一个。另外两个——**财务承受度**和**时间承受度**——可能比心理更重要。

维度一：财务承受度——你亏得起多少？

这是冷冰冰的数字计算，跟你的心态毫无关系。问的不是“你愿意亏多少”，而是“你亏得起多少”。

财务承受度取决于三个数字：1. 你在 [5.1节](#) 算出的**净资产** 2. 你的**收入稳定性**（在可预见的未来，这个收入来源有多可靠？） 3. 你的**人力资本**（你多大年龄？如果失去收入来源，你多久能重新获得同等水平收入？）

一条粗略但有效的经验法则：

你在高风险资产（主要是股票）上最多能放的钱 = (净资产 - 紧急备用金) × (你的年龄调整系数)

年龄调整系数：30岁以下取0.7-0.8，30-45岁取0.5-0.7，45-55岁取0.3-0.5，55岁以上取0.1-0.3。

举个例子：你35岁，净资产100万，紧急备用金需要15万（按6个月支出算）。那么你在股票上最多可以放： $(100-15) \times 0.6 \approx 51$ 万。

这51万是极限，不是目标。是在最激进的假设下你可以投入的最大金额——如果这51万跌成25万，你的财务根基依然能维持正常运转。

维度二：心理承受度——你能睡好觉吗？

这是最主观、最难量化但最真实的维度。心理承受度不取决于你的意志力，不取决于你的投资知识，不取决于你的"理性"。它取决于你的杏仁核在看到账户缩水时释放了多少皮质醇。

一个测试方法（不是开玩笑）：回忆你上一次"亏大钱"的经历——不管是股票、是买贵了东西、还是打麻将输了——当时你什么感觉？心慌了吗？手出汗了吗？那一夜睡好了吗？

如果你对账户浮亏10%就辗转反侧——那你应该把股票配置降到"即使腰斩你也能安然入睡"的水平。这个比例可能是30%，可能是10%，甚至可能是0%。**没有哪种投资策略值得你牺牲睡眠和心理健康。**

另一个测试：假设你投资的资产一夜之间跌了30%。你第一反应是：- A: "太好了，打折了，我想再买点。" → 高心理承受度 - B: "有点紧张，但我知道这是正常的，不会卖。" → 中等心理承受度 - C: "不行了，我必须卖掉，否则亏得更多。" → 低心理承受度

如果你选C，你的股票比例应该减半。不是开玩笑。

维度三：时间承受度——你什么时候需要这笔钱？

这个维度最容易算但最容易被忽视。规则很简单：

资金需要的时间	适合的主要资产类型	为什么
<1年	货币基金、活期存款	股票在任一年内可能跌30%以上；债券也可能跌5-10%
1-3年	短债基金、银行理财、大额存单	债券基金在这个时间区间内大概率正收益但非绝对
3-5年	偏债混合基金、固收+	可以开始增加部分权益敞口，但需要保守
5-10年	股债平衡型组合	5年为界——股票5年内正收益概率显著提高但仍然不是100%
10年以上	股票为主的组合	历史上，任何10年以上的持有期，股票回报几乎都是正的

把要说明一个关键概念：**"10年内需要用的钱"和"30年后退休用的钱"，根本不是同一种钱。**它们应该放在不同的账户里，用不同的策略管理。前者追求确定性，后者追求增长。混在一起是投资亏损的主要原因之一——把长期的钱在短期恐慌中卖掉了，或者把短期的钱套在了长期波动中。

三个维度的交集：你的安全投资边界

把三个维度放在一起，取最保守的那个结果：

你的安全投资边界 = MIN(
 财务承受度给出的最大股票比例，
 心理承受度给出的最大股票比例，
 时间承受度给出的最大股票比例
)

为什么取最小？因为**任何一个维度出问题，整个投资计划就会崩溃。** 财务能承受但心理不能——你会在最糟糕的时候割肉。心理能承受但时间不能——你会在不得不用钱的时候被迫在底部卖出。时间和心理都能但财务不

能——亏损将威胁你的生活根基。

这张三要素交锋是你最重要的投资决策，比选哪只股票、哪个基金更重要十倍。

5.4 把模糊的目标变成SMART目标

"我想财务自由"是最没用的目标

如果有人跟你说"我的投资目标是财务自由",你应该追问他三个问题: 1. "自由是什么意思——你每月需要多少钱才算'自由'? " 2. "什么时候? " 3. "你现在有什么? "

90%的人答不出第一个问题。而不知道目的地的人,走任何路都是迷路。

SMART目标——具体的 (Specific)、可衡量的 (Measurable)、可达成的 (Achievable)、相关的 (Relevant)、有时限的 (Time-bound) ——不只是管理学工具,它是把你的愿望变成可执行计划的唯一方法。

来看看几个正确的示范:

模糊目标	SMART目标	对应的策略方向
"我想变有钱"	"5年内攒够50万首付, 在上海买一套小户型"	中短期、偏保守: 债务工具为主 + 少量权益增强
"我想财务自由"	"通过25年的持续投资, 在60岁时积累500万退休金, 支撑每月1.5万的退休生活"	长期、均衡: 股债6:4, 每年动态再平衡 详见第9章
"我想给孩子存钱"	"18年内积累80万教育金, 覆盖孩子国内大学学费和生活费"	前10年偏积极 (股7债3), 后8年逐步降低权益比例
"我想赚点零花钱"	"每月投入2000元定投, 追求8-10年年化6-8%的回报, 用于换车或旅游"	定投宽基指数基金 详见第8章

这些目标之间的策略差异巨大。教育金和退休金的时间跨度不同, 风险容忍度不同, 资产配置也必然不同。这就是为什么"同一个策略适合所有人"是最大的谎言。

写下你的目标

现在, 请拿出纸笔或者打开备忘录, 用以下模板写下你的三个核心投资目标:

目标一: 年内, 我需要积累 万元, 用于 。这笔钱的大致策略: 。

目标二: 年内, 我需要积累 万元, 用于 。这笔钱的大致策略: 。

目标三: 年内, 我需要积累 万元, 用于 。这笔钱的大致策略: 。

不需要完美。写出第一版, 然后在后面的章节中我们会不断回来调整。

5.5 最重要的一件事

牛市里测的风险承受度，全是注水的

最后我要讲一个最重要的事实——它如此简单，但几乎每个人都要用真金白银赔一次才能学会：

你的真实风险承受度 = 你在市场跌了30%、账户缩水了30%、所有人都说"完了"、新闻每天都是坏消息的时候——你还能坚持持有（甚至敢加仓）的那个容忍度。

不是你在牛市里信心满满时候的那个容忍度。

2018年，A股全年下跌，上证指数跌了25%，中小盘跌了35%。一整年，整整12个月，那些在2017年底信心满满说"我风险承受能力很强"的人，大部分在2018年10月割肉了。最讽刺的是，2019年一季度的反弹就在他们割肉之后不到三个月。

这不是智力问题，不是信息问题，不是技术分析问题。这是人性问题。当你每天打开账户都看到红色的负号，当你的朋友跟你说"我早就清仓了，你还不跑啊"，当你听到裁员的消息、经济的数据越来越差——这时候你还能继续持有吗？

能，那你就只是一个理性的长期投资者。不能，那你也不奇怪——你只是一个人。

降低你的股票配置，直到你晚上能睡着觉。这是本章最重要的投资建议。

[上一章：第一性原理](#) | [下一章：股票](#)

第6章：当你买入一股，你到底买了什么

"买股票就是买公司。这句话谁都会背。真正理解它的意思是：你每买入100股，就等于在跟这家公司的管理层说——'我们相信你们比我们更会做生意，所以把钱交给你们。'你确定你都信得过他们吗？"

2001年，贵州茅台在上海证券交易所上市，发行价31.39元。假设你在那一天买了1000股，花了31,390元。此后20年，你什么都没做——没有买卖、没有T+0、没有高抛低吸。就只是持有。

20年后，经过多次送股分红，这1000股会变成大约多少？

大约2000万。

这不是魔术。这是股票的本质——**你买了公司所有权的一部分，而这家公司在这20年间持续创造了惊人的利润**。茅台的净利率超过50%，品牌护城河让竞争对手无法复制，定价权让它可以持续提价。它的股价上涨，不是因为"有人接盘"，是因为它赚的钱越来越多，股东分到的蛋糕越来越大。

但如果你买了另外一只股票呢？比如某家曾经在A股叱咤风云、后来退市的公司？你的31,390元大概率变成了0。

这就是股票的两面。它是人类发明的回报最高的合法投资工具，也是让无数人血本无归的财富黑洞。区别在哪里？在于你是否真正理解了你所买入的东西是什么。

6.1 你买股票的时候，法律上你买到了什么

不是"一张彩票"，是一组法定权利

大多数个人投资者对待股票的方式是这样的：在手机上点"买入"，然后每天看价格，涨了开心，跌了难过，最后在某个随机的时刻点"卖出"。整个过程中，他们从来没有想过：**在法律上，我买了什么？**

你买了一股万科或美的或腾讯的股票，不是买了一张"涨跌赌票"。你买的是一份**公司所有权凭证**，这份凭证附带了一组受法律保护的具体权利：

权利类型	含义	为什么重要
分红权	公司盈利后，你有权按持股比例分得利润	这是你作为股东最基本的现金回报
投票权	在股东大会上，你有权对重大事项投票（选举董事、并购方案、分红方案等）	管理层理论上要对股东负责——因为你有权撤换他们
知情权	你有权查阅公司年报、审计报告、股东大会决议等公开信息	这是你判断管理层是否在“替你管钱”的唯一信息渠道
优先认股权	公司增发新股时，现有股东有权按比例优先认购	保护你不会被新股东稀释
剩余财产分配权	公司清盘时，偿还所有债务后剩余的资产按股权比例分配	这是你作为所有者“最后一个人”领取的那份

看到这些权利，你就明白了一个关键的、多数人一辈子都没想清楚的事实：**你买的是一家公司的一部分。它的价值只有一个来源——这家公司未来能为你（以及所有股东）赚多少钱。**

如果你理解了这句话，你就已经比市场上80%的“炒股者”站在了更高的认知层面。如果你不理解——你把股票当成了一个每天跳动的数字在买卖——那你做的是投机，不是投资。投机也可以赚钱，但它和对“公司所有权”的理解无关。

6.2 股票的价格到底是什么决定的

不是“供需”，那只是表面

你一定听过这样的话：“股票价格由供需决定——买的人多就涨，卖的人多就跌。”这是一个文字游戏。它只是把“价格涨了”换了一种说法而已。真正的经济学问题是：**那供需本身又是由什么决定的？**换句话说，为什么有时候大家都想买，有时候大家都想卖？

答案藏在所有金融学教科书的第一章——**股利折现模型（Dividend Discount Model, DDM）**。

它说：一只股票的价值，等于它未来所有年份分派的股利的现值之和。写成公式：

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+r)} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \frac{D_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{D_n}{(1+r)^n}$$

其中：P是当前价格，D是每期股利，r是折现率（还记得[第4章](#)讲的折现率吗）。

一个具体的计算：让DDM活起来

假设有一家公司叫“稳健股份”，你保守估计它未来五年每年分1元股利，五年后你预计可以10元的价格卖出。你的要求回报率是10%（[第4章](#)讲了为什么是这个数）。

那么你今天应该愿意出多少钱买它？

第一步：把未来五年的每股股利折现到今天。

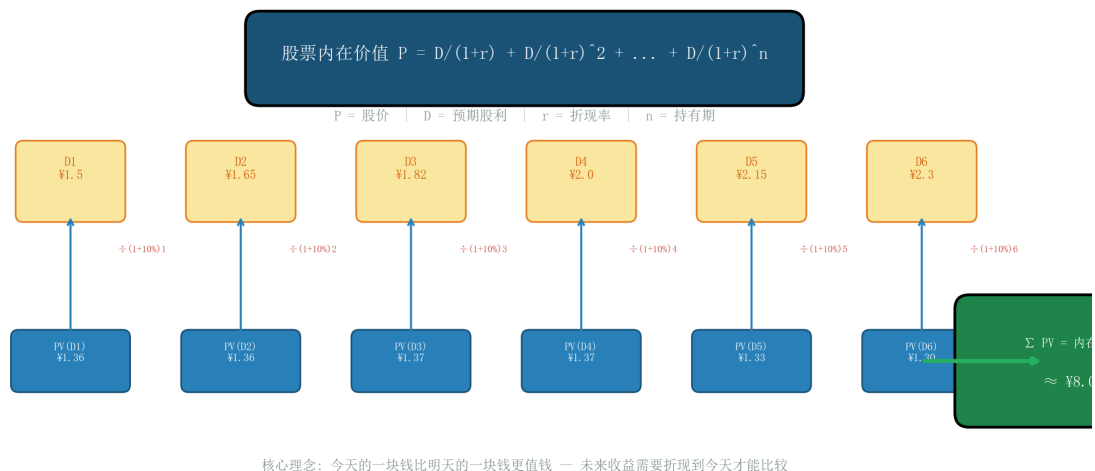
年份	股利（元）	折现因子 (1.1^n)	现值（元）
第1年	1.00	1.10	0.91
第2年	1.00	1.21	0.83
第3年	1.00	1.33	0.75
第4年	1.00	1.46	0.68
第5年	1.00	1.61	0.62
第5年卖出	10.00	1.61	6.21
合计			10.00

所以如果这家公司今天交易的股价高于10元，按你的估算它是被高估了。如果低于10元，它就有安全边际。

当然，现实远比这个复杂——你不可能精确预测未来每一年的股利，你也不可能精确预测5年后的卖出价。但DDM给你的只是一个**思考框架**，不是一个计算器。它告诉你：**影响股价的核心驱动力只有三个：未来的盈利能力（股利）、时间长度、折现率。**

这三个因素分别对应三个可以观察和分析的经济基本面变量——公司的竞争优势决定了未来盈利（股利），你的投资期限决定了时间长度，利率环境决定了折现率。

DDM 股利贴现模型 — 股票价值 = 所有未来股利的现值之和



6.3 四个指标：PE、PB、ROE、DCF——它们到底在问什么

如果你去看任何股票分析文章或者券商的研报，这四个缩写出现的概率接近100%。但大多数散户只是在“报数字”——“这个股票PE只有10倍，便宜”——而没有想过每个指标背后问的是什么问题。

PE（市盈率）在问：“我花几年能回本？”

PE = 股价 / 每股盈利。如果一个股票的PE是10倍，意思是：**按当前的盈利能力，你花10年能收回你的投资**

成本。

一个思路实验：你在街边买了一个面馆。面馆每年净赚10万。你花了100万买下它。你的PE就是10倍——10年回本。如果你只花了50万就买下了——PE是5倍，5年回本。

你看出来了：**PE越低，理论上越便宜。**但这隐藏了一个巨大的陷阱——"当前的盈利能力"可能不持续。一家公司今年每股盈利1元，PE是10倍，股价10元。看起来合理。但如果明年它的盈利突然腰斩到了0.5元，市场给它的估值也可能压缩——假设PE降到8倍，股价就变成了4元。你买入的时候以为是10年回本，结果等了两年净值折了60%。

所以PE估值要配两个问题：1. **盈利的稳定性有多高？**（公用事业>消费品>周期行业）2. **盈利的增长性有多强？**（增长快的公司天然PE更高——3年后它的E变大，今天的高PE就"降"下来了）

PB（市净率）在问："我花的钱比公司的家当多还是少？"

$PB = \text{股价} / \text{每股净资产}$ 。净资产就是公司账面上的总资产减去总负债——粗暴地说，就是如果公司明天把所有东西卖了还清所有债，剩下多少钱分给股东。

如果PB=1，你花的钱正好等于你买到的那份"家当"。如果PB=3，你花了3块钱买了1块的家当——多出来的2块是你对公司品牌溢价、管理能力、客户关系等"账上看不见的东西"的期望。

PB在金融、地产、资源类公司特别有用——因为这些公司的资产大部分是"硬"资产（贷款、土地、矿产资源），净资产和内在价值的差距较小。但PB在科技、品牌消费公司几乎没什么用——微软的PB可能超过10倍，但它的价值不在地毯和办公桌，而在它的代码、用户群和网络效应。

ROE（净资产收益率）在问："这家公司用股东的钱，赚钱效率高吗？"

$ROE = \text{净利润} / \text{净资产}$ 。如果一个公司的ROE是20%，意味着股东每投入100元净资产，公司一年能创造20元的利润。

ROE是巴菲特最看重的单一指标之一。他说他最喜欢买"ROE持续高于15%且不需要大量资本投入就能维持增长"的公司。这类公司——典型如茅台、可口可乐、苹果——拥有某种持久的竞争优势，让它们可以高效地利用股东资本创造回报。

但ROE也可以被"做高"——通过加杠杆（借更多债）。一个ROE为30%的公司，可能是优秀（高利润率），也可能是危险（高负债率+低利润率+高杠杆放大了回报）。所以ROE需要和**资产负债率、毛利率**一起看。

DCF（现金流折现）在问："这家公司未来能产生的所有现金，今天值多少钱？"

DCF = 把公司未来每一年能产生的自由现金流，按照一个合理的折现率，全部折算到今天。

这是理论上最完善的估值方法。它不依赖PE的"可比公司"假设，也不受会计准则的干扰。但它的"准确度"是代价最大的——它对两个假设极度敏感：**未来现金流的增长率和折现率**。

假设你用DCF估算一家公司值100块。如果你把增长率假设从5%调高到6%，只差1个百分点——估值可能跳到130块。如果你再把折现率从10%降到9%，估值可能跳到150块。

DCF告诉我们一件事：**估值不是一个"数字"，是一个"区间"**。你不是在算出"正确答案"，你是在划定一个"合理的范围"。在这个范围内，最悲观和最乐观的假设之差可能超过50%。这不是方法的缺陷，这是投资不确

定性的本质。

常用估值指标对比一览

指标	计算公式	衡量什么	合理区间	解读要点
PE	股价 / 每股收益	衡量市场愿意为每单位盈利支付的价格	10-25	低PE可能低估，高PE可能高估
PB	股价 / 每股净资产	衡量股价相对于每股净资产的溢价	1.0-1.5	低PB可能低估，高PB可能高估
ROE	净利润 / 净资产	衡量公司用股东的钱赚回多少成本	优秀 > 15%	持续高ROE是优秀企业的标志
净现值收益率	净现值 / 投资额	衡量投资的净现值是否大于零	与当前股价比较	最严谨的估值法
DCF	未来自由现金流折现	衡量持有股票的预期回报	1-2%	高股息+稳定现金流+成长性=超额收益
市盈率	每股股利 / 股价	衡量股票的成长性	1-2%	低市盈率可能低估，高市盈率可能高估
增长调整PE	PE / 盈利增长率	结合成长性的综合指标	1-2 合理	

指标	核心问题	适合什么公司	最容易掉进去的坑
PE	多少年回本？	盈利稳定的公司	用今年的盈利，但明年盈利可能腰斩
PB	花多少买家当？	金融、地产、重资产公司	资产可能虚高（不良贷款、滞销库存）
ROE	股东的赚钱效率？	所有公司	高杠杆可以伪装成高ROE
DCF	所有未来现金值多少？	现金流可预测的公司	对假设极度敏感，差之毫厘谬以千里

6.4 三张财务报表在讲什么故事

这里不教会计。教"阅读"——把三张报表放在一起，像读一本书一样读出这家公司在讲什么故事。

三个主角

报表	它回答的问题	度量方式	时间维度
利润表	"你这一年赚了多少钱？"	收入 - 成本 - 费用 = 利润	一段时期（一年/一季）
资产负债表	"你在这一天有多少家当，欠多少债？"	资产 = 负债 + 所有者权益	一个时点（某天收盘时）
现金流量表	"你的现金真的变多了吗？"	经营现金流 + 投资现金流 + 融资现金流	一段时期

利润表的第一个秘密

一家公司利润100亿，就一定赚了100亿吗？

不一定。因为利润表是按照**权责发生制**编制的——你的客户承诺付你100万，你开了发票，这笔收入就确认了。至于这100万客户到底什么时候付、甚至会不会付——那是另一回事。

这就引出了现金流量表的重要性。**如果一家公司的净利润连续增长，但经营现金流长期为负——这家公司可能存在严重的"账面盈利、现金失血"问题。** 它在报表上赚了钱，但钱没进账户。这种情况在工程类公司（大量应

收账款) 或者激进确认收入的公司中尤其常见。

资产负债表的牛头马面

看资产负债表, 问三个问题: 1. **资产有多"硬"?** 现金和固定资产是实物。商誉、无形资产(品牌、专利估值)是主观判断。商誉占比过高的公司, 资产质量值得怀疑。 2. **负债有多"急"?** 短期借款是马上要还的钱, 长期借款有几年的缓冲期。短期负债占比过高的公司, 流动性压力巨大。 3. **实际控制人有没有占用公司资金?** 关注"其他应收款"——如果这个数字异常大, 可能存在关联方挪用资金。这不是财务分析, 这是防骗。

现金流量表才是"照妖镜"

如果你只看一张报表——就看现金流量表。因为利润可以被"做", 资产可以被"虚估", 但**银行账户里的现金余额不能说谎**。

现金流量表把现金活动分为三类: 经营(卖产品/服务的钱)、投资(买设备/并购/理财的钱)、融资(借钱/发股票/还分红)。一个健康的公司应该: 经营现金流为正(主业造血)、并足以覆盖资本支出和分红——不需要靠持续借钱或卖资产来"维持体面"。

6.5 长期股票回报从哪里来

分解"9%-10%的传说"

很多人都听过: 美国股票过去100年左右年化回报大约是9%-10%。但很少有人问: 这9%-10%到底是怎么来的?

把长期股票回报拆解成三个部分——这是一个经典的分析框架, 最早由约翰·博格(John Bogle, 先锋集团的创始人)系统阐述:

$$\text{股票回报} = \text{股利收益率} + \text{盈利增长率} + \text{估值变化}$$

用美国1926年到2023年约97年的数据来看(根据Ibbotson SBBI年鉴和后续更新):

回报来源	年化贡献(约)	含义
股利收益率	≈ 4.2%	公司每年分给股东的现金红利
实际盈利增长率	≈ 4.8%	公司盈利的实际增长(扣除通胀后)
估值变化	≈ 0.5%	市场PE水平的长期变化(相对较小)
合计(名义)	≈ 9.5%	这三个来源合起来约等于历史名义回报

这张分解暴露了一个残酷的事实: **长期股票回报约一半来自股利, 另一半来自盈利增长。估值变化在长期几乎可以忽略。** 这意味着——如果你买入的价格太高(估值已经很高), 你就把"估值变化"从接近零变成了负数

——仅此一项，就可能让你的未来十年回报大幅缩水。

中国的故事

中国A股的历史较短——从1990年上交所成立到现在只有30多年——而且波动巨大。用沪深300指数（2005年开始）约20年的数据来看：

回报来源	年化贡献（约）	与美国对比
股利收益率	≈ 1.8%	远低于美国，中国企业分红意愿低
盈利增长率	≈ 9-11%	高于美国，反映中国更高的经济增速
估值变化	≈ -2%到+2%（波动极大）	A股估值的周期性波动远超美股
合计	≈ 7-10%（高度取决于时间段）	平均回报不低，但波动性远高于美国

核心发现：**中国的股票回报更依赖盈利增长，更少依赖股利。** 但盈利增长的波动性也更大——宏观经济一旦下行，盈利可能大幅下滑。再加上A股估值的大幅周期波动，造成了"涨的时候翻倍、跌的时候腰斩"的体验。这不是市场有问题，这是中国市场**当前的阶段特征**——一个高速增长但仍在成熟过程中的市场。

6.6 个股 vs 指数：你看到的只是幸存者

腾讯和茅台不是"大多数"

提到个股投资，大多数中国投资者的脑海里会浮现几个名字：腾讯、茅台、美的、宁德时代。这些公司的表现确实惊人——20年上百倍的回报。但它们有一个共同的"误导性"：你看到了它们，是因为它们赢了。你没有看到的，是那数千家消失的公司。

学术界给这个现象起了一个精确的名字——**幸存者偏差（survivorship bias）**。你只看到了幸存者，所以高估了成功率。

根据中国A股的历史数据：- 从1990年到2023年，A股累计上市超过5000家公司 - 其中约200家退市（包括强制退市、私有化和并购） - 退市比例不到5%，远低于美股——但这不是因为A股公司质量好，而是因为A股退市制度长期不完善 - 在仍然交易的股票中，有大量公司长期低于发行价、处于亏损状态或者市值逐年萎缩

当你在2000年面对A股的约1000只股票时，选中茅台的概率是多少？就算你是当时的"聪明钱"——你凭什么判断这个白酒厂而不是隔壁另一个白酒厂会成为后来的万亿巨头？

答案不是一个"研究能力"的问题——而是概率的问题。在那个时点，没有人知道哪家公司会成为最终的赢家。商业世界遵循幂律分布——极少数公司获取了绝大多数的回报。而识别出这些赢家的能力，事后看总是比事前容易。

单只股票的波动是指数的数倍

数据更残酷——单只股票的个别风险（idiosyncratic risk）远比系统性风险（systematic risk）大：

维度	A股宽基指数（如沪深300）	单只股票（平均）
年化波动率	约20-25%	约40-50%
最大回撤（极端年份）	约45%（2008）	60-80%（并不罕见）
10年期内"存活"概率	接近100%	远低于100%——退市、重组、变成"僵尸股"
10年期内跑赢指数概率	这是基准	主动基金约70-80%跑不赢指数（标普SPIVA报告，2023年）

最后一行是最致命的——**70%-80%的主动管理基金长期跑不赢指数**。 这些人是全职做这件事的、有研究团队支持的、有信息优势的专业人士。如果他们中的大多数都跑不赢，一个白天上班、晚上看两篇公众号文章的个人投资者凭什么能跑赢？

个别能——长期能的人极少。这不是悲观，这是对概率的尊重。

6.7 如果你非要买个股

在总结本章之前，给那些"我就是要买个股"的人五条最低标准。不是建议你买个股，而是如果你非要买，至少用这五条来筛：

1. **你能用三句话讲清楚这家公司是怎么赚钱的。** 如果不能——你不够了解它，不能买。
2. **它的ROE是否连续5年以上高于15%。** 这是巴菲特的第一筛选标准——持续的高资本回报率意味着持久的竞争优势。
3. **它的经营现金流是否持续为正并覆盖资本支出。** 账面盈利不等于真赚钱。现金不说谎。
4. **你买入的PE是否低于它过去5年的中位PE。** 至少不要在它"贵"的时候买。好公司在"贵"的时候是差投资。
5. **如果明天跌了50%，你还有没有信心继续持有。** 如果没有——你的研究不够深，或者你的仓位太大了。

这五条压缩成一句话：**只有当你愿意买下整个公司的时候，你才应该买下它的一股。**

[上一章：认识你自己](#) | [下一章：债券](#)

第7章：投资世界被忽视的另一半

"股票是矛，债券是盾。如果一个投资者说他不懂债券只懂股票——这个人其实股票也不懂。因为利率是所有资产定价的锚。"

1994年2月4日，美联储出人意料地将联邦基金利率从3%上调到3.25%。幅度不大——25个基点。但市场反应是灾难性的。美国国债价格暴跌，全球债券市场蒸发了约1.5万亿美元。橙县(Orange County, California)——一个富裕的加州县——因为用高杠杆押注利率会继续下降，在这次加息中直接破产，损失超过16亿美元。

一个美国县级政府，因为"利率涨了0.25%"，破产了。

这件事听起来像天方夜谭，但它的底层逻辑极其简单——简单到用中学数学就能推导出来。而一旦你理解了这个逻辑，你就理解了整个金融体系运转的轴心。

债券是投资世界里最被低估、被误解、被忽视的工具。大多数散户投资者一辈子只碰过股票和余额宝——他们不知道债券是什么、怎么定价、为什么重要。但这没关系吗？不——很有关系。因为**利率是所有资产定价的锚**。不理解债券，你就不可能真正理解股票为什么值这个价、房地产为什么涨为什么跌、以及央行加一次息为什么能让整个市场颤抖。

这一章，我们把债券从头讲透。

7.1 一张债券，到底是怎么回事

三笔现金流的游戏

把债券想成一张**借条**——只不过这张借条不是手写的，而是标准化的、可以公开交易的。

你买了一张债券，你做的事是：**你现在付出一笔钱，换取未来若干笔确定的现金回报**。就这么简单。

具体来说，一张标准债券有以下要素：

要素	含义	举例
面值（票面金额）	债券到期时发债人还你的本金	100元
票面利率（Coupon）	每年付给你的利息，按面值的百分比计算	5%（即每年5元）
付息频率	一年付几次利息	通常每年或每半年付一次
到期日	债券结束、还你本金的日子	2030年12月31日
发行主体	向你借钱的人是谁	国家（国债）、地方政府（地方债）、企业（公司债）

假设你花100元买了一张面值100元、票息5%、每年付息一次、5年到期的国债。你未来会收到的钱是：

时间	你收到的钱	性质
第1年末	5元	利息
第2年末	5元	利息
第3年末	5元	利息
第4年末	5元	利息
第5年末	105元 (5+100)	利息 + 本金返还
合计	125元	

看起来平淡无奇。你花了100块，5年后总共拿回125块。年化收益率差不多就是5%。这是债券的"账面逻辑"——如果你以面值买入并持有到期的话。

但问题来了：**大多数投资者并不会持有债券到期。他们在二级市场上买卖债券。**而二级市场的价格并不是100元——它会随着利率的变化而波动。

这就是有趣的部分了。

7.2 收益率和价格：一根跷跷板的两端

一个精确的计算：利率上升的时候债券价格到底跌多少

现在来做一个实验。假设你持有一张刚才那张债券——面值100元、票息5%、还剩5年到期。还没到付息日。

市场利率突然从5%上升到6%——比如央行宣布加息。现在新发行的同期限国债票息是6%。如果有人想买一张国债，他可以直接买到票面利率6%的新债。

那谁还会来买你手里那张票面利率只有5%的旧债呢？答案是：**有人会买——但只在你打折卖的时候。**

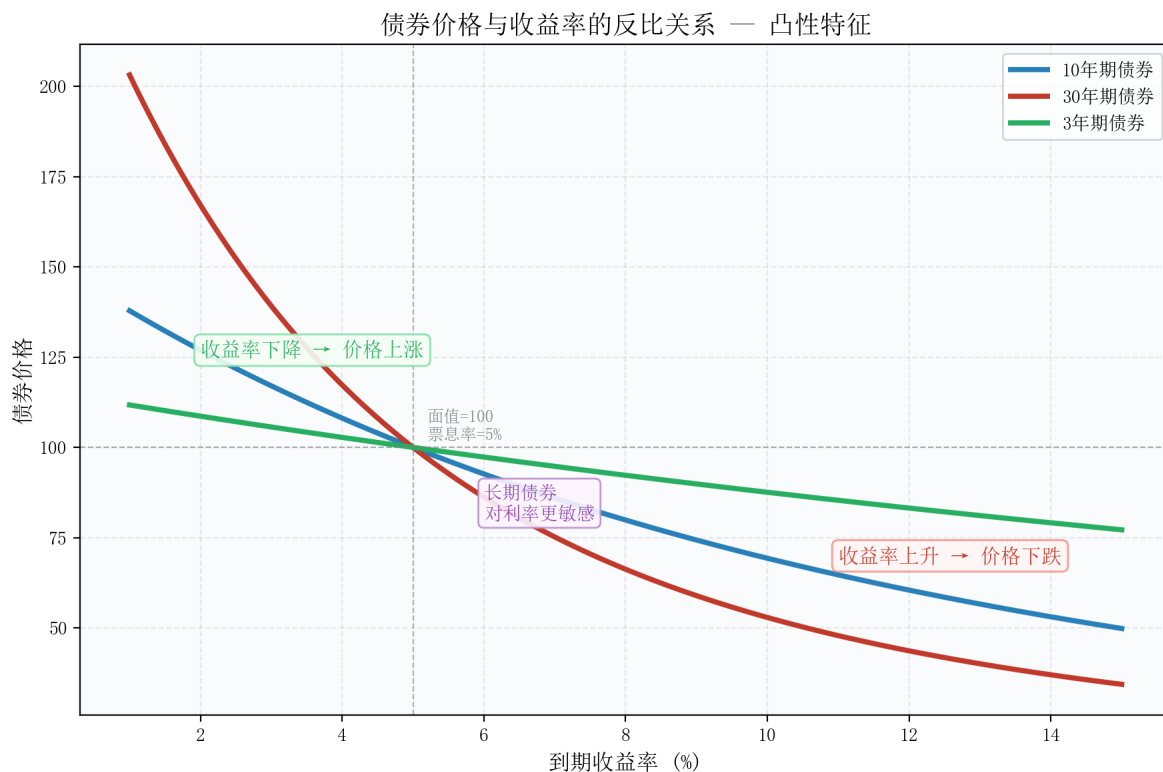
你的旧债券必须降价，直到它的实际收益率（按更低的市场价格买入后到期能拿到的回报）和新债券的6%相当。

这个过程叫做"收益率对价格的挤压"。用精确的数学来算——把未来五笔现金流按6%的新市场利率折现：

年份	现金流（元）	折现因子 (1.06^{-n})	现值（元）
第1年	5	1.06	4.72
第2年	5	1.12	4.45
第3年	5	1.19	4.20
第4年	5	1.26	3.96
第5年	105	1.34	78.35
合计	125		95.68

看到了吗？仅仅是市场利率从5%涨到6%，一笔100元的5年期国债，市场价值就从100元跌到了约95.7元。跌幅约4.3%。

结论：利率上升→债券价格下跌。利率下降→债券价格上涨。这是债券投资的铁律。 任何一个卖你债券的人，都应该能把这个表格算给你看。如果他不会算——你让别人卖给你。



一个关键区分：不要混淆"票面利率"和"收益率"

票面利率是债券"出生证明"上的固定数字，印好了就不变。收益率（更精确地说是"到期收益率" / Yield to Maturity, YTM）是用你实际付出的市场价格买入这张债券后，持有到期所能获得的年化回报率。

两者在"以面值价格买入"时相等。一旦市场价格偏离面值——两者就不等了。市场价低于面值，收益率高于票面利率（折价买入，多赚了）。市场价高于面值，收益率低于票面利率（溢价买入，亏了）。

7.3 久期——债券的"害怕利率指数"

不是定义，是直觉

"久期"（duration）是债券术语里最让人望而生畏的一个词。它的正式定义是"债券现金流收回时间的加权平均值"。但这个定义对理解没有帮助。

来一个直觉版本：**久期衡量的是——利率每变动1%，债券价格大约变动百分之几。**

一张久期为5年的债券，如果利率上升1%，价格大约下跌5%。一张久期为10年的债券，如果利率上升1%，价格大约下跌10%。一张久期为2年的短债，利率上升1%，价格只跌约2%。

为什么？回到我们在7.2节做的那个计算——5年期债券在利率升1个百分点时跌了约4.3%。4.3%≈5%——这就是为什么久期是5。

什么决定了久期的长短？

三个因素：

因素	对久期的影响	直觉理解
到期时间	越长→久期越大	等待的时间越长，中间利率变化施加"折现惩罚"的次数越多
票面利率	越低→久期越大	票息低的债券"钱回来的更慢"（更多钱在期末一次性回来），折现惩罚更重
市场利率水平	越低→久期越大	利率低的时候，远期的现金流的现值占比更大（折现力度更小），因此更敏感

一条30年期零息债券（到期之前一分钱利息不付，到期才一次性还本付息），久期就是30年——利率每变1%，价格变动约30%。这是你能买到的利率敏感度最高的固定收益工具之一。1994年炸掉橙县的那种投资组合，差不多就是这样——超长久期+高杠杆=利率只动了0.25%就破产了。

久期不是一件坏事——它是一把刀。 你预期利率下降的时候，长久期是刀口向外，砍向收益。你预期利率上升的时候，长久期是刀口向内，砍向你自己。不懂久期就买入长久期债券，等于玩一把你不知道锋利度的刀。

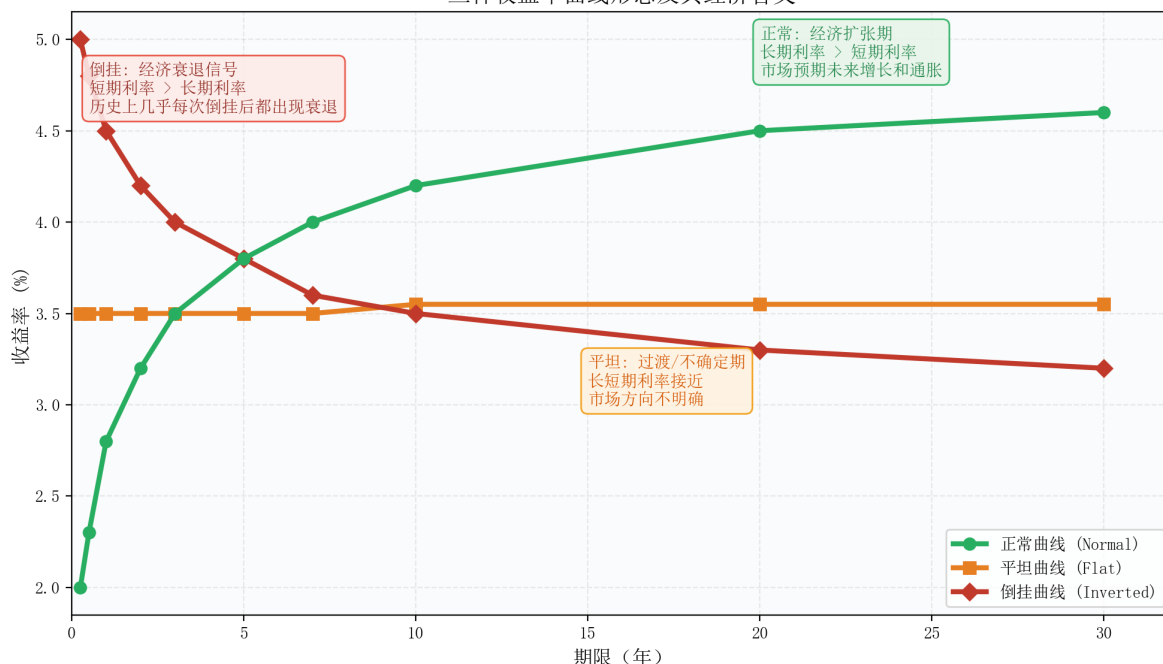
7.4 收益率曲线——经济的水晶球

三种曲线，三种预言

如果你去查某一天不同期限国债的收益率——3个月、1年、2年、5年、10年、30年——把它们画在图上，横轴是期限，纵轴是收益率，你就得到了一条"收益率曲线"。

这条曲线有且只有三种基本形态：

三种收益率曲线形态及其经济含义



1. 正常曲线 (Normal)：长期利率 > 短期利率，曲线向上倾斜。

这是最常见、最"正常"的形态。逻辑：你借钱给政府30年，你放弃流动性的时间更久，你面临的不确定性更大。你应该要求比借3个月更高的补偿——这个补偿叫**期限溢价 (term premium)**。正常的向上倾斜正是期限溢价的体现。

2. 平坦曲线 (Flat)：长期和短期几乎持平。

市场在说："我们不觉得未来经济会有大变化——不高涨不衰退，平平淡淡。"平坦曲线通常出现在经济周期从中期转向后期的过度阶段，市场在观望。

3. 倒挂曲线 (Inverted)：短期利率 > 长期利率，曲线向下倾斜。

这是最值得警惕的形态。市场在说："眼前的风险比远期更大——短期可能有麻烦。"

为什么短期利率会高于长期？两种可能：一是央行正在激进加息（短期利率被人为推高），二是市场预期未来经济将衰退——长期利率反映了对未来降息的预期。

倒挂曲线的预测记录——堪称精准

在美国过去约60年里，**每一次经济衰退之前，收益率曲线都出现了倒挂**。2年期和10年期国债收益率的利差是最常用的监测指标。当2年期利率超过10年期时——也就是利差转负——衰退通常在随后的6到24个月内到来。

具体来看以下数据（以10年期减2年期利差转负为信号）：

信号出现时间	随后的衰退	时间差（月）
1978年末	1980年衰退	~14
1980年末	1981-82年衰退	~7
1988年末	1990-91年衰退	~19
2000年初	2001年衰退	~12
2005年末	2007-09年大衰退	~12
2019年中	2020年衰退（Covid）	~8
2022年中	?	有待观察

注意：2022年中利差再次倒挂，此后美国经济至今尚未进入广泛预期中的衰退——这可能是“这次不一样”的案例，也可能只是“还没有来”。倒挂曲线预测的是方向，不是时间。

曲线倒挂为什么有预测力？ 除了上面说的货币政策解释，还有更深一层的机制：银行商业模式的核心是“借短放长”——用短期存款（成本是短期利率）来发放长期贷款（收益是长期利率）。当短期利率高于长期利率时，银行的放贷利润被压缩甚至倒挂，信贷收缩→投资减少→经济放缓。这不是魔法，这是商业银行的资产负债表在收缩。

7.5 信用评级——不能全信的指南针

2008年的谎言

2008年金融危机有一个令人愤怒的事实：那些引爆全球金融危机的次贷抵押债券（Subprime MBS），在危机前曾经被三大评级机构——穆迪（Moody's）、标普（S&P）、惠誉（Fitch）——给予了**AAA评级**。AAA是最高评级，理论上意味着“违约概率极低，约等于国债”。

怎么会这样？事后调查揭示了一个系统的根本缺陷：**发行人付费模式（issuer-pays model）**。

在债券市场上，需要被评级的机构（发债方）向评级机构支付评级费用。这产生了一个根本性的利益冲突——评级机构有动力给出更高的评级来取悦付费客户。它们不是中立的医生，它们是由病人付费的体检机构。

评级到底看什么？

尽管存在利益冲突，评级仍然是判断债券违约风险最便捷的工具。了解它给什么“评分”是必要的：

评级（标普/穆迪）	类别	含义	常见例子
AAA / Aaa	投资级——最高	违约概率极低	发达国家主权债（美国、德国）
AA / Aa	投资级——高	违约概率很低	优质国企、一流跨国公司
A	投资级——中高	有较强的偿债能力	大多数品质良好的企业债
BBB / Baa	投资级——最低	偿债能力可接受	投资级门槛——在此之下的债券很多机构不能买
BB / Ba 及以下	投机级（高收益/垃圾）	有投机属性，违约风险显著上升	高风险企业、杠杆收购融资
CCC / Caa	高风险投机级	有真实违约风险	现金紧缺、还款能力存在重大不确定性
D / C	违约	已发生违约或处于破产程序中	

投资级的下限是BBB-/Baa3。 低于这条线的债券被称为"高收益债"(high-yield bonds)或者更直白地说——"垃圾债"(junk bonds)。并非不能买——垃圾债在某些环境下提供了远高于国债的回报——但你需要清楚地知道你在买什么：你不是在买"稳定收益"，你是在买"股票级的波动+债券级的收益上限"。

7.6 中国债券市场的特殊性

两个市场，两套规则

中国的债券市场和发达市场有一个根本不同：**它是分裂的。**

市场	主要交易品种	谁可以参与	规模
银行间市场	国债、政策性金融债、信用债（绝大多数）	银行、保险公司、基金等机构投资者	中国债券市场约90%以上
交易所市场	部分国债、公司债、可转债	机构+个人投资者	占比约5-10%
商业银行柜台	储蓄国债（凭证式/电子式）	个人投资者	占比很小

作为个人投资者，你能直接买什么？ 不算多——但够用：

品种	在哪里买	亮点	风险
储蓄国债（凭证式/电子式）	银行柜台	纯正的"零风险"，利率通常比银行定存高一点	流动性差——提前支取损失利息
记账式国债	券商（交易所）或部分银行	流动性好，可交易，利率随市场波动	价格波动（利率上升时跌）
政策性金融债	交易所（部分）或银行间（通过基金）	国家信用背书的准主权债，收益比国债略高	对个人而言通常通过债券基金参与更方便
可转债	券商（交易所）	债券+股票的混合体——下行有保护，上行有弹性	条款非常复杂，转股价格、回售条款、下修条款——不懂别碰 详见第8章
信用债	交易所（部分）	收益更高	违约风险真实存在——2020年以来国企违约已不罕见
债券基金/ETF	券商、银行、第三方平台（支付宝等）	一篮子债券，自动分散化	详见第8章

两个"中国特色"

第一，"利率债"和"信用债"是中国债券市场独有的二分法。"利率债"指风险来自利率波动而不涉及信用风险的品种（国债、政策性金融债、地方政府债——本质上是主权级别的）。"信用债"指非政府主体发行的债券（公司债、企业债、中期票据），存在真实的违约风险。

第二，中国的违约历史很短但教训深刻。2014年以前，中国债券市场几乎是"零违约"——任何出问题的债券都由政府或银行出面兜底了。这种"刚兑信仰"在2014年"11超日债"违约后被打破。此后，从民企到国企（2020年永煤控股违约成为标志性事件），从产业债到城投债，违约已经不是"会不会"的问题，而是"哪一个"的问题。**在中国买信用债，不能再有"国企就不会违约"的旧思维。**

7.7 债券在你的投资组合中应该扮演什么角色

不是"赚大钱"的工具——是"活下去"的保证

大多数散户投资者对债券嗤之以鼻："一年4%的收益率，买它干什么？"这个态度在牛市中尤其普遍——当股票一年涨了40%，谁会在乎4%？这让我想起了一个老投资者的总结："在牛市中，债券看起来像个废物。在熊市中，债券看起来像个救世主。"

债券在组合中的角色不是"收益发动机"，而是**稳定器和减震器**。它承担三个具体功能：

第一，在股票暴跌时提供对冲。 历史上，在美国大多数熊市中（2000-2002年互联网泡沫破裂、2008年金融危机、2020年3月的疫情恐慌），国债价格是上涨的——因为资金从风险资产（股票）涌向避险资产（国债）。股票跌的时候，你的债券仓位在涨——不仅保护了你的心理安全，还给了你一个操作窗口：你可以卖出上涨的债券，在底部买入下跌的股票。这就是"再平衡"的威力。[详见第9章](#)

但2022年是例外——它恰恰证明了债券的对冲价值是有条件的。 2022年美联储暴力加息，股票和债券同时大跌——这是过去50年来很少见的现象。它提醒我们：**当通胀是敌人、央行被迫暴力加息的时候，债券和股票可**

以变成"正相关"——两个一起跌。没有万能的保护盾。

第二，提供确定性的现金流。 如果你买的是国债并持有到期，你可以100%确定——不管市场如何动荡——你在未来的某一天会收到本息回报。这个确定性在组合中的价值，在熊市中会被重新定价。

第三，降低组合的整体波动性。 一个经典的60/40组合(60%股票+40%债券)的波动性远低于100%股票组合，而长期回报并没有下降太多——因为债券虽然自身收益低，但它降低了你在波动中"割肉逃跑"的概率。而避免一次"在底部卖出"，可能是你投资生涯中最重要的回报。[详见第4章复利黑暗面](#)

一个简单的债券配置规则

一个老派的、但不无道理的规则是：**"你的年龄 = 你的债券配置比例。"**

你30岁——30%配置债券，70%配置股票。你50岁——50%配置债券，50%配置股票。你70岁——70%配置债券，30%配置股票。

这条规则的精妙之处不在于它的精确性——具体比例取决于你的具体情况——而在于它捕捉到了一个关键事实：**随着你离需要用钱的年龄越来越近，你对确定的、低波动的现金流的需求越来越大，对追求高回报的容忍度越来越低。** 年轻的时候，你最大的资产是你未来的收入——那是你的人力资本，不在资产负债表的资产栏里。年长的时候，你的人力资本折旧殆尽，你需要金融资本来承担未来几十年的支出。债券就是为这个阶段准备的。

[上一章：股票](#) | [下一章：基金与ETF](#)

第8章：基金与ETF——为什么你大概率不该自己选股

"投资界最大的自负不是'我懂这只股票'，而是'我比市场聪明'。承认自己不聪明——然后用指数基金这种不需要聪明的工具——反而能赚到钱。"

想象一个场景：你走进一个挤满了职业扑克选手的房间，坐下来和他们打牌。每一手牌，你都觉得自己看得懂牌面，觉得自己能算赢率，觉得对面选手的表情露出了破绽。

这就是你在股市里选股的处境。

你的对手方是中国最聪明的基金经理团队、量化对冲基金的高频算法、保险公司的百亿资金池、还有无数和你一样觉得自己能赢的散户。你手里拿着的财报数据和新闻资讯，对面的人在一秒之内就能解析完毕并完成交易。

现在的问题是：你凭什么觉得自己能在这个房间里赢？

这个问题的答案，很大程度上决定你未来几十年的投资回报。而一个诚实面对自己的人，大概率会得出一个结论：**在这个房间里，我不选边站——我买整个房间。**

这不是认输。这是承认现实之后的最优策略。

8.1 成绩单——为什么主动基金这么难赢

8.1.1 SPIVA的年度警告

标普指数与主动基金（SPIVA）记分卡是全球最权威的主动vs被动投资对比报告，由标普道琼斯指数公司每年发布两次。它不是某个学术机构的立场声明——它就是一份纯粹的统计报告，告诉你所有主动基金对比其基准指数的实际表现。

以下是最近几年的核心数据（美国市场）：

统计周期	美国大盘股主动基金跑输基准的比例	美国小盘股主动基金跑输基准的比例
1年（2023）	~60%	~52%
3年	~79%	~78%
5年	~85%	~88%
10年	~90%	~88%
15年	~88%	~93%

这个表揭示了一个残酷的规律：**时间越长，主动基金跑输的概率越高**。短期还有运气因素（一年内有40%左右的基金可能跑赢），但拉长到10年以上，只有大约十分之一的主动基金能跑赢——而且你事先根本不知道是那

十分之一。

欧洲、日本、新兴市场的数据方向完全一致。这不是美国特有的现象，这是市场结构本身决定的规律。

8.1.2 中国市场的数字

在中国市场，情况有所不同，但方向并不乐观。由于A股市场散户交易占比超过60%（美国约10-15%），市场定价效率较低，理论上主动管理有更大的Alpha空间。

实际数据：根据晨星中国和万得数据的统计，过去5-10年，中国A股主动偏股型基金中，大约40-60%跑赢了沪深300指数。这个数字比美国好看一些，但——

有三个陷阱你需要知道：

1. **幸存者偏差**：统计中只包括了"活下来"的基金。被清盘、被合并的基金不在样本中。当你看到"60%跑赢"的时候，实际跑赢的比例比这个低。
2. **风格漂移**：很多号称"大盘"的基金实际上重仓了小盘股。在统计上它被分在大盘组和大盘指数比，但它根本不是在做大盘投资——这样比出来的"跑赢"没有意义。
3. **明星基金不可持续**：2020年排名前十的主动基金，到了2023年几乎没有一只还留在前十。今年的冠军常常是明年的倒数。

结论是一致的：**即使在中国这种"散户主导"的市场，长期稳定跑赢指数的主动基金也是凤毛麟角。**

8.2 "击败市场"为什么这么难——这不是观点，是算术

8.2.1 威廉·夏普的算术证明

1991年，诺贝尔经济学奖得主威廉·夏普(William Sharpe)发表了一篇只有短短4页的论文——《主动管理的算术》(The Arithmetic of Active Management)。这篇论文没有复杂的数学，没有回归模型，只用了一个恒等式就证明了主动管理为什么注定失败。

核心逻辑如下：

在任何市场里，所有投资者的收益加起来，就等于整个市场的收益。

因此，**所有主动投资者的平均收益 = 市场收益 - 成本。**

所有被动投资者的平均收益 = 市场收益 - 被动基金成本。

因为被动基金的成本远低于主动基金，所以**被动投资者的平均净收益必然高于主动投资者的平均净收益。**

这不是观点，不是预测，不是"我认为主动基金不行"。这是算术。是所有主动投资者加在一起的收益减去他们的成本，一定低于被动投资者的收益。

用一个比喻来理解：

全班同学的考试成绩加起来除以全班人数，就是“班级平均分”。

现在有一部分人决定“脱离平均水平”，通过各种方法追求高于平均分的成绩。他们雇家教、买辅导书、上补习班。但他们花出去的补课费，是真实存在的成本。

最后的结果是：这部分“追求超越平均”的同学，他们的平均成绩减去补课费，必然低于班级平均分——因为班级平均分本身就已经包含他们所有人的成绩在内了。

市场就是这个班级。主动投资者就是补课的那群人。他们有可能个别跑赢，但**作为一个整体，他们必然跑输**——每一分超额收益都来自另一个主动投资者的口袋，而管理费则从所有人的口袋里一起掏走。

8.2.2 零和博弈的残酷性

把这个逻辑展开，市场收益的分配结构如下：

市场总收益（Gross Market Return）：

- ├ 被动投资者：拿走市场收益 - 极低费率（~0.03-0.1%/年）
- └ 主动投资者整体：拿走市场收益 - 高费率（~1.0-2.0%/年） - 交易成本
 - ├ 部分主动投资者（运气好/能力强）：跑赢市场
 - └ 部分主动投资者（运气差/能力弱）：跑输市场
- └ 净结果：在扣费之前，主动投资者之间互相博弈是零和；
扣费之后，主动投资者整体相对于被动投资者是负和。

主动管理的费用——管理费、托管费、交易佣金、申购赎回费——对于投资者是净流出，对于基金公司和渠道方是净流入。这个利益结构的自然结果是：**基金公司希望你买主动基金，但你的利益可能和被动基金更一致。**

8.3 费率复利侵蚀——0.1%和1.5%的终局差异

8.3.1 计算

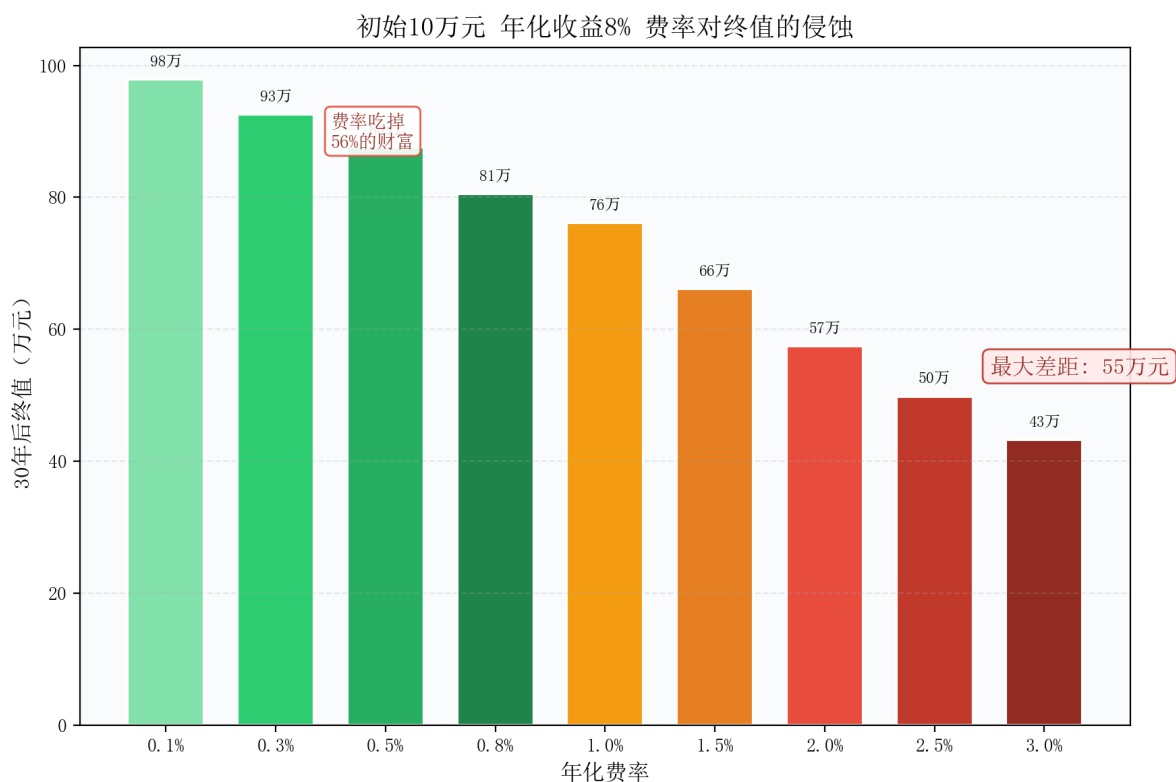
假设初始投资10万元，年化收益率（费前）8%，持有30年。我们对比三种费率水平：

方案	年费率	30年后终值	与最低费率的差额
低费率指数基金	0.15%	$10万 \times (1.0785)^{30} \approx 96.3万$	基准
中等费率指数增强	0.50%	$10万 \times (1.075)^{30} \approx 87.5万$	少赚8.8万
主动管理基金	1.50%	$10万 \times (1.065)^{30} \approx 66.0万$	少赚30.3万
高费率私募/投顾	2.00%+1.50%管理	$10万 \times (1.045)^{30} \approx 37.5万$	少赚58.8万

30年下来，仅仅是费率差异，就能让同样10万元的本金，终值相差超过50万。而更扎心的现实是——如果你

选的那只主动基金刚好没能跑赢指数（这是大概率事件），你的实际差额会更大。

这就像两辆跑长途的车，一辆烧98号油，一辆油电混动。走一公里你看不出差别，走一千公里差距开始显现，走十万公里——一辆还在路上，一辆已经进了修理厂。



8.3.2 不只是管理费——隐性成本

管理费只是你能看到的成本。隐性成本包括：

- **交易佣金与冲击成本**：主动基金频繁调仓，每一次交易都产生手续费。高频换手的基金，年化交易成本可能高达1-2%，这件事在宣传材料上永远不会告诉你。
- **买卖价差**：基金经理买入和卖出的价格不是同一个价格，这个价差就是隐形成本。
- **现金拖累**：主动基金通常持有5-10%的现金以应对赎回，这部分现金不产生收益，但全程都在被收取管理费。

把这些都算进去，主动基金每年的真实成本可能在2-3%甚至更高。而指数基金的真实成本通常在0.1-0.3%。

8.4 指数基金——怎么选，不是“买最便宜的那个”

8.4.1 四个筛选标准

很多人以为选指数基金就是“哪个费率低买哪个”。这个认知过于粗糙。真正有效的筛选标准有四个：

筛选维度	含义	评判标准
跟踪误差	基金实际收益与跟踪指数收益的偏差	年化跟踪误差 < 2%为及格, < 1%为优秀
基金规模	基金资产管理规模 (AUM)	ETF > 2亿人民币, 场外指数基金 > 1亿 (低于5000万有清盘风险)
费率	管理费+托管费合计	目前沪深300 ETF最低可达0.15%+0.05%=0.20%/年
流动性	日均成交额 (ETF专属指标)	日均成交额 > 1000万人民币, 否则买卖价差过大

这四个标准的优先级不是"费率第一"。**跟踪误差是第一位的**——如果一只基金号称跟踪沪深300但实际偏差超过2%，那它再便宜也不值得买，因为它根本不是在做"指数投资"。

8.4.2 为什么跟踪误差比费率更重要

举个极端例子：一只费率为0.1%的基金，跟踪误差高达5%。这个误差意味着基金管理人的操作（抽样复制、分红处理、调仓时机）每年产生了5%的偏差。你为了省下0.1%的费率，承受了5%的不确定性——这是一个负期望值的交易。

跟踪误差的来源包括： - **不完全复制**: 基金没有买入指数中所有的成分股 (常见于小规模基金) - **现金头寸**: 持有过多的现金 - **大额申赎冲击**: 大资金进出导致基金被动买卖 - **分红再投资延迟**: 指数成分股分红后，基金没有及时将分红款重新投入市场

8.4.3 实操：打开天天基金或东方财富APP，看这几个数字

以某沪深300 ETF为例，你应该在基金详情页找到：

- **跟踪标的**：沪深300指数 (000300)
- **跟踪误差** (年化)：近一年XX%
- **基金规模**：净资产XX亿元
- **管理费率**：XX%
- **托管费率**：XX%
- **成立日期**：XXXX年 (越早越好，有长期跟踪记录可供评估)

8.5 ETF的交易机制——它不是"便宜的基金"

8.5.1 一级市场：申赎机制

ETF的全称是交易所交易基金 (Exchange Traded Fund)，它的核心机制和传统基金完全不同。

一级市场 (Primary Market)：只有授权参与者 (Authorized Participants, APs, 通常是大型券商) 可以在一级市场进行申赎。申赎不是用现金——而是用"一篮子股票"换ETF份额 (申购)，或者用ETF份额换"一篮子股票" (赎回)。

这个机制的精妙之处在于：它天然地为ETF提供了套利机制。当ETF的市场价格高于其持仓股票价值 (即

NAV，净值）时，AP会买入股票、申购ETF、在二级市场卖出，赚取价差。这一过程会压低ETF价格、推高股票价格，直到ETF价格回归到净值附近。

二级市场(Secondary Market)：就是你我在券商APP里买卖ETF的市场。你买入的价格是由市场供需决定的，不一定等于ETF的净值。

8.5.2 溢价与折价——一个容易踩的坑

ETF的市场价格可能高于或低于其净值：

- **溢价** = 市场价 > 净值：表示买盘太猛，你在"买贵了"
- **折价** = 市场价 < 净值：表示卖盘太多，你在"打折买"

一个真实的案例：2020年初，芯片类ETF受到疯狂追捧，某芯片ETF的溢价一度超过5%。这意味着投资者花105元买了价值100元的资产。这不是"ETF涨了5%"，是"你多付了5%"。

避坑指南：买入ETF前，查看基金的IOPV（实时参考净值）或前一日NAV。如果溢价超过2%，等一等或者换一只同类产品。

8.5.3 ETF vs 传统指数基金 vs LOF

产品类型	交易场所	交易对手	到账时间	最小交易单位	适合人群
ETF	证券交易所	其他投资者	T+0（部分品种）/T+1	1手（100份）	有证券账户、希望实时交易
场外指数基金	基金公司/代销平台	基金公司	T+1至T+4（赎回到账）	1元起	无证券账户、希望定投自动化
LOF	交易所+场外	均可	场内T+1，场外T+2-4	场内100份	需要跨市场套利

小白建议：如果你有证券账户，优先选择ETF（费率最低、交易最灵活）。如果你只想在支付宝/微信理财通里操作，选场外指数基金。定投用场外联接基金更方便——可以设置自动扣款。

8.6 聪明贝塔——灰色地带

8.6.1 什么是有学术支撑的因子

聪明贝塔(Smart Beta)是介于主动管理和被动投资之间的产物。它跟踪一个经过"特定规则"调整的指数——不是按市值加权，而是按某个"因子"加权。

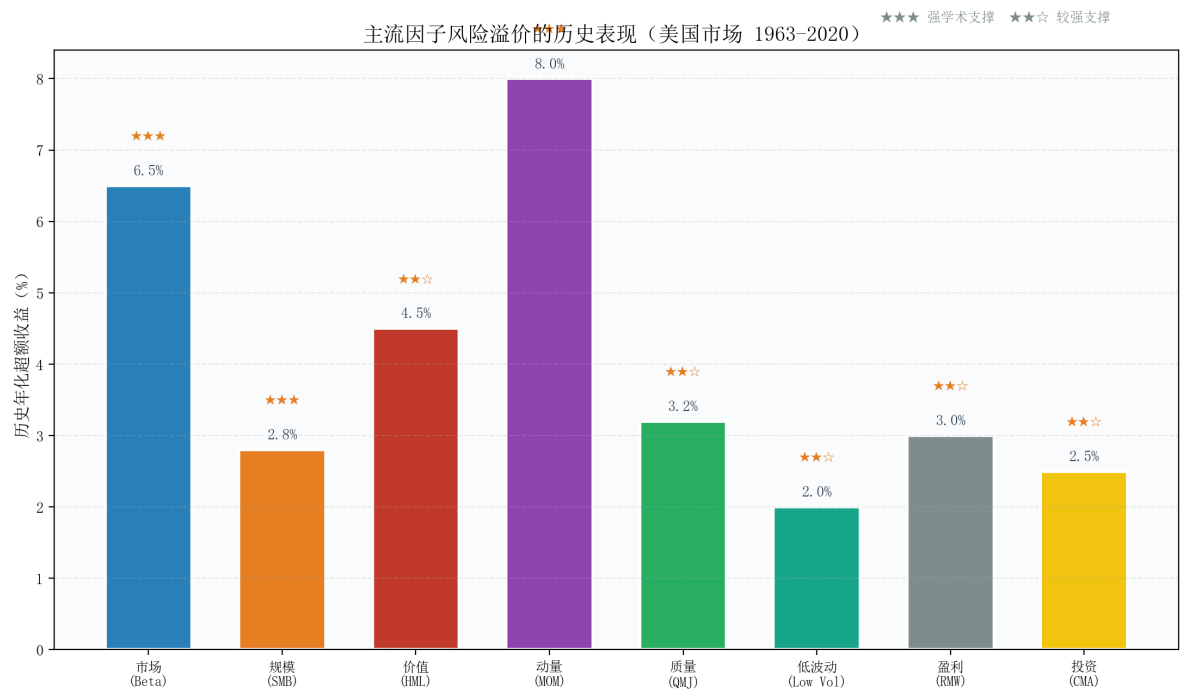
学术界经过反复检验的因子包括：

因子	学术来源	核心逻辑	历史超额收益（全球数据）
价值（Value）	Fama-French 3因子（1993）	低市盈率/低市净率的股票长期跑赢高估值的股票	约3-5%/年
规模（Size）	Fama-French 3因子（1993）	小盘股长期跑赢大盘股（但有争议，近20年弱化）	约1-3%/年
动量（Momentum）	Carhart 4因子（1997）	过去3-12个月涨得好的股票，未来倾向于继续涨	约4-6%/年
质量（Quality）	Asness et al.（2013）	高ROE、低杠杆、盈利稳定的公司长期跑赢	约2-4%/年
低波（Low Volatility）	Ang et al.（2006）	低波动率股票的风险调整后收益高于高波动股票	风险调整后约1-2%/年

8.6.2 什么是市场营销

中国市场上有大量以"红利""ESG""科技龙头""消费升级"等为标签的Smart Beta产品。判断一个Smart Beta产品是"学术因子"还是"营销概念"，看三点：

- 1. **因子是否可清晰量化：**价值（低PE/PB）、动量（过去N个月涨幅）、低波（历史波动率）——这些是可以精确计算的。而"科技龙头""消费升级"——这些是主题，不是因子。
- 2. **超额收益是否有学术实证：**如果一个因子在任何一篇顶级金融学术期刊上都找不到实证支持，那它大概率是编出来的。
- 3. **回溯时间长不长：**如果一个策略只在2008年之后的历史回溯中表现好，那可能只是巧合。真正的因子应该跨越多个市场周期。



8.6.3 初学者的建议

对于刚开始搭建投资组合的人，**先不用碰Smart Beta**。原因很简单：

1. 你还没有基础的市值加权指数仓位。先把核心仓位打牢。
2. Smart Beta的超额收益可能在未来几年"休眠"——比如价值因子在2010-2020年间表现极差，如果你在这期间买入并坚持不了10年，你不仅没赚到超额收益，还可能跑输大盘。
3. 看似"智能"的因子暴露，实际上可能带来了你意识不到的集中度风险。比如低波因子在某些阶段可能重仓公用事业和银行——这些行业的系统性风险和市值加权指数完全不同。

先老老实实地买沪深300+中证500+标普500+国债ETF。等你的核心仓位运行了至少2年，对市场有了实盘感受之后，再考虑用不超过10%的仓位尝试Smart Beta。

8.7 初学者的ETF工具箱——四只ETF搭建全球分散化核心仓位

以下是一个不需要你懂任何金融知识即可使用的配置方案：

ETF	跟踪指数	覆盖范围	推荐费	在组合中的角色
沪深300 ETF (510300)	沪深300	A股最大300家公司（大盘价值）	0.20%/年	中国经济的"基本盘"
中证500 ETF (510500)	中证500	A股第301-800大公司（中盘成长）	0.20%/年	中国经济的"增长端"
标普500 ETF (513500)	标普500	美国最大500家公司	0.10%/年	全球最大经济体的核心配置
国债ETF (511010/511260)	国债指数	中国国债（利率债）	0.15%/年	安全资产、降低组合波动

这四只ETF的组合，覆盖了中国大盘+中国中盘+美国大盘+中国债券——对于任何一个没有接触过投资的普通人，这已经是超越大多数散户的专业配置水平了。

具体配置比例？这个问题比"选哪只"更重要。[详见第9章](#)，我们来讨论投资中最核心的那个问题：**配多少**。

巴菲特的遗嘱里写道："将我遗产的90%投入一只低费率的标普500指数基金。"不是因为他觉得任何人都能跑赢市场，恰恰是因为他知道没有多少人能持续跑赢。承认自己的普通，是投资收益开始不普通的第一步。

[上一章：股票](#) | [下一章：资产配置](#)

第9章：资产配置——投资中唯一免费的午餐

"资产配置解释了你90%以上的收益波动。换句话说，你花在选股和择时上的所有时间，对最终结果的影响不到10%。不是选股不重要——而是'配多少'比'选哪个'重要得多。"

1986年，三位金融学者——Gary Brinson、Randolph Hood和Gilbert Beebower——发表了一篇改变整个投资行业的论文。他们研究了91只美国大型养老基金在1974-1983年这十年间的实际投资数据，试图回答一个简单的问题：

"养老基金收益的波动，有多少来自资产配置的决策，有多少来自选股和择时？"

答案让整个行业沉默了片刻：**93.6%的收益波动来自资产配置**。选股和择时加起来，解释了不到7%。

你可能会说："这不是很正常吗？养老基金本来就是长期配置型的。"

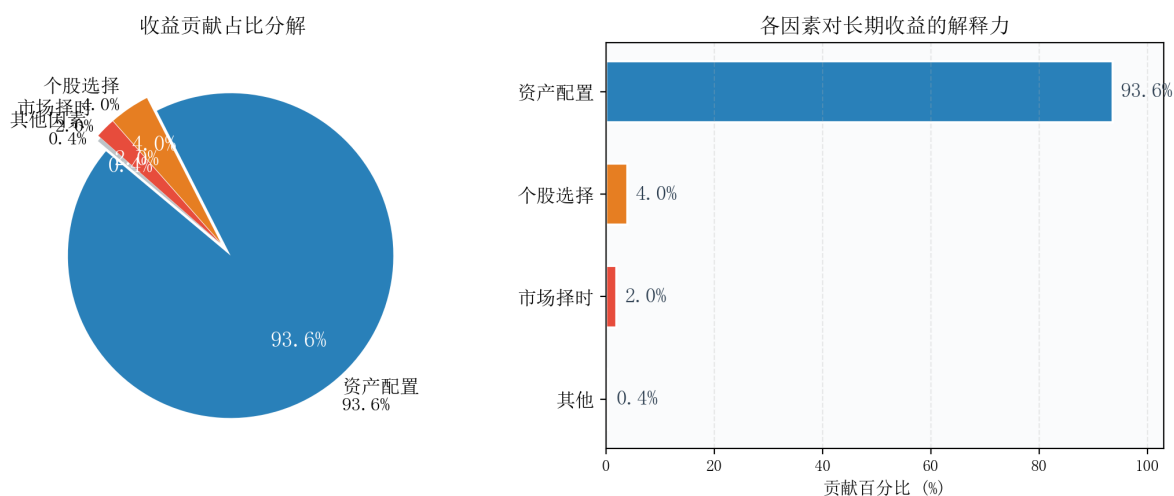
但后续研究把这个结论推得更远。Ibbotson & Kaplan（2000）进一步分析发现，资产配置不仅解释收益波动——它还能解释约40%的不同基金之间的收益水平差异，以及约100%的基金总回报水平。

翻译成成人话：**两只基金收益为什么不同？资产配置差异可以解释约40%。一只基金的总收益水平从哪来的？几乎完全来自它的资产配置。**

这意味着什么？你花在"要不要买茅台""现在是不是该减仓"上面的全部时间和精力，对你的投资结果的影响，加起来可能只有个位数百分比。而"我到底该拿多少钱买股票、多少钱买债券"这一个决策，解释了一切。

这不是观点，这是数据。Brinson等人的这篇论文被引用了上千次，后续研究反复验证了同一个结论。如果你从这本书里只能带走一句话，那就是：**资产配置是你作为一个投资者要做的唯一重要决策。**

Brinson, Hood & Beebower (1986/1991) 经典研究：
资产配置决定了约94%的长期投资回报差异



9.1 有效边界——不用数学，用直觉

9.1.1 马科维茨的核心洞察

1952年，一个25岁的芝加哥大学研究生哈里·马科维茨(Harry Markowitz)发表了一篇论文，题目叫《投资组合选择》(Portfolio Selection)。这篇论文后来为他赢得了诺贝尔经济学奖。

他的核心洞察并不复杂，用一句话就能说清楚：

不要只看每项资产的预期收益和风险。要看资产之间的相关性。把相关性低的资产放在一起，可以在不牺牲收益的前提下降低整体风险——或者在相同的风险水平下提高收益。

这就是"免费午餐"的来源。降低风险通常需要牺牲收益（安全的东西收益低），但通过组合低相关性的资产，你在降低风险的同时可以保持收益——这不是某种投资技巧，这是数学。

9.1.2 有效边界的直觉理解

想象一个坐标系：- 横轴是风险（波动率）- 纵轴是预期收益

如果你只有一种资产（比如股票），你就在图表上的一个点。这个点的位置是固定的：你要么接受它的风险和收益，要么不投。

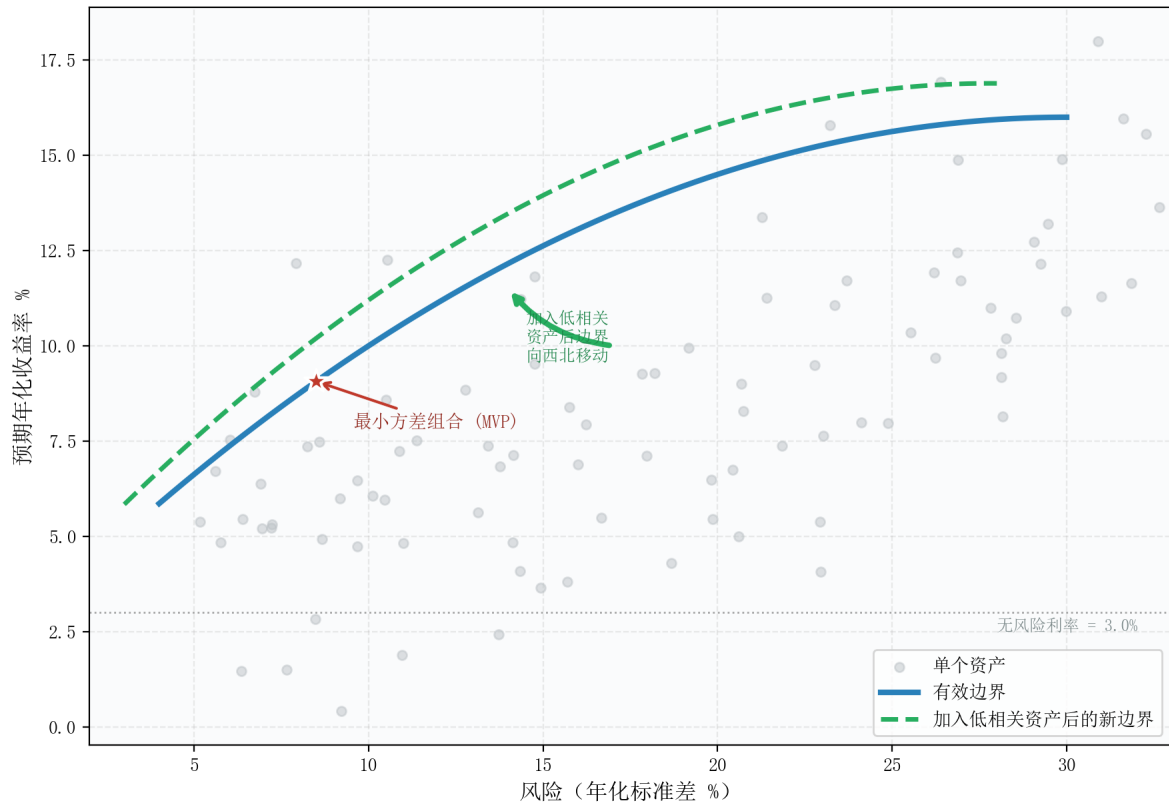
但如果你有两种资产（比如股票+债券），并且它们不是完全同步波动的（相关系数 <1 ），那么你把它们混合在一起，你的组合会落在连接这两个点的一条曲线上——而且**这条曲线向左上方凸出**。

这意味着什么？

- 如果你的组合在曲线的右上端（多股票少债券）：和纯股票相比，你的收益几乎没降，但风险降了一大截。
- 如果你的组合在曲线的左下端（多债券少股票）：和纯债券相比，你的风险几乎没增，但收益提高了一大截。

这就是"免费午餐"的几何表达。你什么都没多做——只是把两种不完全相关的资产放在了一起。

有效边界 (Efficient Frontier) — 马科维茨投资组合理论



9.1.3 真正的多元化和虚假的多元化

"我买了十只股票，够分散了吧？"

不够。如果这十只股票都在A股，它们之间的平均相关性可能高达0.5-0.7。当大盘跌5%的时候，你的十只股票大概率一起跌。

真正的分散化意味着：**你持有的资产之间存在低相关性甚至负相关性。**

资产对	长期相关系数（约数）	分散效果
A股大盘 vs A股小盘	0.6-0.8	有，但有限——市场大跌时一起跌
A股 vs 美股	0.3-0.5	不错——中美周期不完全同步
股票 vs 国债	-0.3到+0.3（不稳定）	最佳——危机时刻国债往往上涨
股票 vs 黄金	~0	好——几乎不相关
股票 vs 现金	0	零风险资产，组合的稳定器

一个关键原则：**把子弹装在相关性低的篮子里，而不是把子弹分散到相关性高的篮子里。** 买十只股票是"假分散"，同时持有股票、债券、黄金才是"真分散"。

9.2 股债配置——不是"60/40"一句话的事

9.2.1 "股票比例 = 100 - 年龄"是一个起点，不是终点

这个公式流传很广：用100减去你的年龄，就是你该配置在股票上的百分比。比如你30岁，就70%股票+30%债券。

这个公式的逻辑是：年轻时可以承受更大的波动（因为有更长的时间来平滑），年老时需要更稳定的资产（因为快要用钱了）。

但它的缺陷同样明显：

- 对有稳定高收入的人（如医生、律师），你的"人力资本"本身就像是持有一大笔债券——它稳定、可预期。在这种情况下，你的金融资产可以配置更多的股票。
- 对收入高度不稳定的自由职业者，你的"人力资本"波动极大，更像股票。你的金融资产反而应该多配债券来对冲。
- 对有望继承大笔财产的人，你的时间期限是"无限长"的（因为你可以动用遗产），可以比同龄人配置更多股票。
- 对有特定近期支出需求的人（3年内要买房、结婚、创业），不管年龄多大，这笔钱都不该进股票。

9.2.2 一个更好的框架：四步调整法

以下是一个比"100-年龄"更精细的个人配置计算框架：

第一步：从时间期限出发 - 5年以上不需要动用的钱 → 可以进入股票 - 1-5年内可能需要动用的钱 → 主要放在债券/存款 - 1年内确定要用到的钱 → 只放在银行存款/货币基金

第二步：调整收入稳定性 - 收入极其稳定（公务员、教师、大型国企）→ 股票比例+5%-10% - 收入极不稳定（自由职业、创业、销售提成）→ 股票比例-5%-10%

第三步：调整心理承受力（诚实面对自己）

问自己一个问题：如果我的股票账户在12个月内跌掉30%，我会：- A：按计划继续买入（→ 可以配更高股票比例）- B：焦虑但硬撑着不卖（→ 中等股票比例）- C：想全部卖掉不玩了（→ 更低的股票比例）

大多数人会选B或C，但嘴上会说A。如果你没有经历过至少一次30%以上的回撤，你无法真正知道自己会怎么反应。[详见第10章](#)，人的投资行为在压力下和事前的想法几乎完全不一样。

第四步：加入特殊情况 - 有房贷（每月固定支出压力大）→ 股票比例适度降低，保持足够流动性 - 有老年父母需要赡养 → 增加应急现金 - 预计3年内有大额支出（换房、子女留学）→ 提前隔离这部分资金，不进股票

9.2.3 中国市场的一个特殊考量

中国投资者有一个美国投资者没有的变量：**政策的不确定性**。A股历史上经历过多次由于政策变动引发的大幅波动（如2015年去杠杆、2018年贸易摩擦升级、2021年教培行业整顿）。

这意味着对于纯A股投资者，适当降低股票配置比例（相对于纯美股投资者）是合理的——不是因为你对中国的长期前景悲观，而是因为你面对的政策波动率更高。同时，增加海外资产配置（如标普500 ETF、全球债券）可以在一定程度上对冲这种单一市场政策风险。

9.3 美林投资时钟——用宏观经济导航资产轮动

9.3.1 基本逻辑

2004年,美林证券(Merrill Lynch)发布了一份研究报告,提出了一个基于经济周期的资产配置框架。它把经济状态分成四个象限,每个象限对应不同的最优资产类别:

经济阶段	增长	通胀	最优资产	次优资产	逻辑
衰退	↓	↓	债券	现金	央行降息→债券价格上涨。股票盈利下降
复苏	↑	↓	股票	债券	盈利改善+低利率=股票最佳环境
过热	↑	↑	商品	股票	通胀侵蚀债券价值,商品受益于需求和价格双涨
滞胀	↓	↑	现金	商品/黄金	高通胀限制央行宽松,股债双杀,现金为王



9.3.2 诚实地评估——它到底好不好用

美林时钟是金融圈流传最广的分析框架之一，但它的预测能力需要被诚实评估。

在美国市场：1970-2007年间，美林时钟的预测准确率约40%左右。这个数字意味着：它比瞎猜（25%，四个象限随机）要好，但远不是一个"可靠"的工具。它的主要问题是：经济周期的各阶段持续时间极不规律；资产价格往往领先于经济数据（等你确认"进入了复苏期"，股票可能已经涨过一轮了）。

在中国市场：国内研究者对美林时钟做了本土化改造。最有效的改良是用**"货币(M2增速)+ 信用(社融增速)"**替代原版的"产出缺口+通胀"作为划分周期的两个维度。这样改造后，在中国市场的准确率可提升到约73%（根据海通证券等机构的研究回测）。

改良后的中国版时钟的逻辑是：- M2和社融双升 → 宽货币宽信用 → 复苏期 → 股票最优 - M2升社融降 →

宽货币紧信用 → 债牛股震荡 → 债券最优 - M2和社融双降 → 紧货币紧信用 → 衰退期 → 现金/短债最优 - M2降社融升 → 紧货币宽信用 → 过热期 → 商品最优

这个框架对普通投资者的价值不在于做精确择时（那太难了），而在于**理解当前经济环境的大致位置**，从而校准自己的预期和情绪。如果各项指标指向"债牛股震荡"阶段而你手里的股票在跌，你至少知道"这不是世界末日，这是周期内的正常阶段"。

9.4 三个经典策略——贯穿牛熊市的能力

9.4.1 永久组合（Harry Browne，1980年代）

美国投资作家哈里·布朗（Harry Browne）在1980年代提出了一个堪称反直觉的配置方案：

25% 股票 + 25% 长期国债 + 25% 黄金 + 25% 现金

它的目标不是最大化收益，而是在**任何经济环境下都能活下来并缓慢增长**。四类资产各自对应一种经济状态：

资产	保护你免受	表现最好的时候
股票	繁荣（Prosperity）	经济强劲增长、企业盈利上升
长期国债	通缩（Deflation）	利率下行、避险需求
黄金	通胀（Inflation）	货币贬值、恶性通胀担忧
现金/短期国债	衰退（Recession）	央行降息、所有风险资产下跌

它在过去40年里的表现如何？根据回测数据，永久组合的平均年化收益约5-7%，最大回撤通常控制在15%以内（对比同期标普500最大回撤超过50%）。它不会让你暴富，但它几乎在任何环境下都能让你活下来——而"活下来"是复利最重要的前提条件。

弱点：现金部分长期拖累收益（尤其是零利率时代）；黄金本身不产生现金流，收益来源纯靠价格波动；在长期大牛市中严重跑输纯股票组合。

适合人群：极度厌恶波动、临近退休、或对宏观经济有深刻担忧的投资者。

9.4.2 全天候组合（Ray Dalio，桥水基金）

雷·达里奥(Ray Dalio)的桥水基金(Bridgewater Associates)是全球最大的对冲基金,其旗舰策略"全天候"(All Weather)在2000年互联网泡沫和2008年金融危机中都实现了正收益,由此奠定了其行业地位。

全天候组合的核心哲学和上一章[第8章](#)讨论的底层逻辑完全一致：**不要预测经济，而是要拥有无论经济怎么走都能赚钱的资产组合。**

达里奥的框架把经济状态按两个维度划分：- **增长是高于还是低于预期？** - **通胀是高于还是低于预期？**

这样得到四个象限，每个象限各分配25%的风险预算（注意：是风险预算——即组合整体波动率的贡献比例——不是资金比例）：

经济状态	主要配置方向
增长高于预期	股票、公司债、商品
增长低于预期	国债、通胀挂钩债券
通胀高于预期	通胀挂钩债券、商品、黄金
通胀低于预期	股票、名义国债

全天候组合在实操中的一个简化就是所谓的"全天候简化版"，大致比例约为：

30% 股票 + 40% 长期国债 + 15% 中期国债 + 7.5% 黄金 + 7.5% 商品

普通个人投资者几乎不可能精确复制桥水的全天候策略（涉及衍生品、杠杆、全球多资产多币种配置），但**全天候的核心原则是完全可以内化的**：

不要把所有赌注押在一种经济情景上。四种情景各有一种资产在起作用，组合在一起就是一个在任何天气里都不会暴毙的系统。

9.4.3 核心-卫星策略（最适合普通人的实战框架）

这是三个策略中最适合中国普通投资者的，也是本书整体框架所推荐的。

核心（80-90%资金）：- 几只宽基指数ETF（沪深300+中证500+标普500+国债ETF）- 定时再平衡，不动如山 - 目标是拿到市场的平均收益（记住第8章：平均收益本身就已经很不错了）

卫星（10-20%资金）：- 用来满足"我想做点什么"的冲动 - 可以是：你认为极度低估的行业ETF、几只你深入研究的个股、Smart Beta ETF、甚至是一小部分黄金/REITs - 卫星部分的规矩是：如果亏到50%，必须关停退出；如果翻倍了，把盈利转回核心

这个策略的精妙之处在于：**它承认你是人——你有好奇心和参与感的需求，你不可能对着指数基金的持仓躺平三十年纹丝不动。** 与其压抑这种本能（结果往往是压抑一段时间后完全放弃纪律），不如给它一个安全的出口。

在这个框架下，你的核心负责让你长期变富，你的卫星负责让你对投资保持兴趣。核心是最重要的，是底线；卫星是玩具，输了不伤筋骨，赢了就当奖励。

对比维度	永久组合	全天候组合	核心-卫星
核心理念	四等分对抗四种经济状态	风险平价，各情景均配	大仓位被动+小仓位主动
股票占比	25%	~30%	60-80%（取决于年龄和风险偏好）
适合阶段	保守/退休	中等	积极/积累期
复杂度	极低	高（原版含衍生品）	极低
中国本土适配度	中（黄金占比高）	低（复制困难）	高（只需要4只ETF）

9.5 再平衡——系统化的低买高卖

9.5.1 为什么你不去做再平衡

想象你的初始配置是60%股票+40%债券。

一年后，股票涨了30%，债券涨了2%。现在你的组合是68%股票+32%债券。这个时候，理性的做法是什么？**卖出一些股票、买入一些债券**，让比例回到60/40。

但你的直觉告诉你什么？"股票还在涨啊！为什么要卖？"或者"债券涨得这么慢，为什么要买更多？"

这就是问题。再平衡要求你在资产涨了之后**卖出**、在资产跌了之后**买入**——这个操作方向和你的本能完全相反。涨了你想多买，跌了你想快跑。这是人性。[详见第10章](#)，亏损带来的负面效用约2.25倍于等额收益带来的正面效用——这种不对称让你的"感觉"在投资决策中几乎永远指向错误的方向。

9.5.2 两种再平衡方式

时间驱动再平衡：设定固定日期（如每年12月31日或每季度末），到了那一天，无脑恢复目标比例。优点是简单、不需要判断、不会被情绪干扰。缺点是在市场剧烈波动期间可能错失一些机会。

阈值驱动再平衡：设定一个偏离容忍度（如任何资产偏离目标比例的5%以上），一旦触及就执行再平衡。优点是可以更快地应对市场异动。缺点是让你频繁关注账户，增加了行为风险。

方式	频率	优点	缺点
时间驱动（年度）	每年1次	最低认知负担、最不容易被打乱	可能在极端行情下反应慢
时间驱动（季度）	每年4次	平衡了及时性和纪律性	需要每次花30分钟计算
阈值驱动（5%偏差）	不定	反应最快、抓住市场极端机会	需要日常关注账户，可能诱发频繁操作

9.5.3 一个实验——不做再平衡的代价

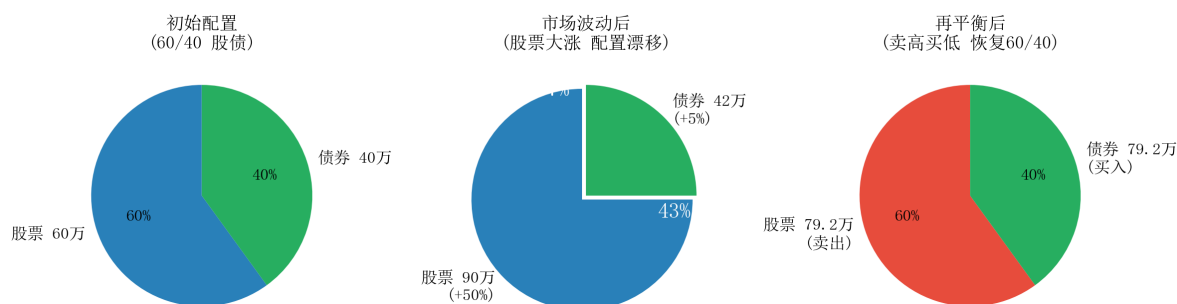
假设2008年初你建立了60/40的股债组合，然后经历了2008年金融危机（A股从高点暴跌超70%），你因为害怕而一直没有做再平衡。

到2009年底：你的组合中股票比例已经自动降到了约40%，因为你持有的股票跌太多了。然后市场开始反弹

——但你只有40%的仓位在享受反弹，而不是你应该有的60%。

这就是为什么不做再平衡的代价如此巨大：**你会在底部自动降低风险资产比例（因为跌了），在顶部自动增加风险资产比例（因为涨了）**。这和“低买高卖”完全相反——再平衡就是帮你在不知不觉中做到低买高卖。

再平衡：卖出涨幅过高的资产 买入跌幅过大的资产 = 被动低买高卖



9.5.4 再平衡的税收和费用考量

一个现实问题：中国A股在2010年之前不征收资本利得税，目前对个人投资者买卖ETF也没有资本利得税（只有0.1%的印花税，且对于ETF买卖通常免印花税）。这意味着在中国市场，再平衡几乎零摩擦成本——这是一个巨大的制度红利。

诺贝尔奖得主保罗·萨缪尔森曾说：“投资中最接近免费午餐的东西，就是分散化。”他可以用一整个数学证明来展示这个结论，但对你来说——理解并应用它只需要记住一件事：**不是“选什么好”，是“各配多少”**。这个问题，比所有你对具体股票的分析加起来都重要。

[上一章：基金与ETF](#) | [下一章：行为金融](#)

第10章：行为金融——你才是自己最大的敌人

"股市里最确定会亏钱的那群人，不是不懂技术分析的，也不是不懂基本面分析的——是管不住自己的人。最大的敌人不是市场，是你自己。"

2002年，诺贝尔经济学奖颁给了一位心理学家——丹尼尔·卡尼曼(Daniel Kahneman)。他的合作者阿莫斯·特沃斯基(Amos Tversky)在1996年已经去世，无缘诺奖，但全世界的金融学者都知道：这两个人联手颠覆了经济学最基础的假设。

什么假设？**"人是理性的。"**

在此之前一百多年里，经济学教科书的第一章都写着：人是理性经济人，会做出最大化自身效用的决策。但在卡尼曼和特沃斯基的实验中，人们在面对投资选择时的表现，和"理性"这个词之间隔了十万八千里。

他们发现：同样的1000块钱，你"赚到1000块"时的快乐程度，远不如"亏掉1000块"时的痛苦程度。具体来说——**亏损的心理冲击大约是同等金额收益的2.25倍。**

这不是性格缺陷，这是人类大脑的出厂设置。你的杏仁核（负责恐惧和威胁检测的脑区）对"失去"的反应速度和对"获得"的反应速度不在同一个量级上。在进化史上，没能吃到一顿饱饭和没能逃过一只狮子——这两个"错误"的代价是完全不对称的。你的大脑为了让你活下来，被硬连线成了一个"损失过敏"的机器。

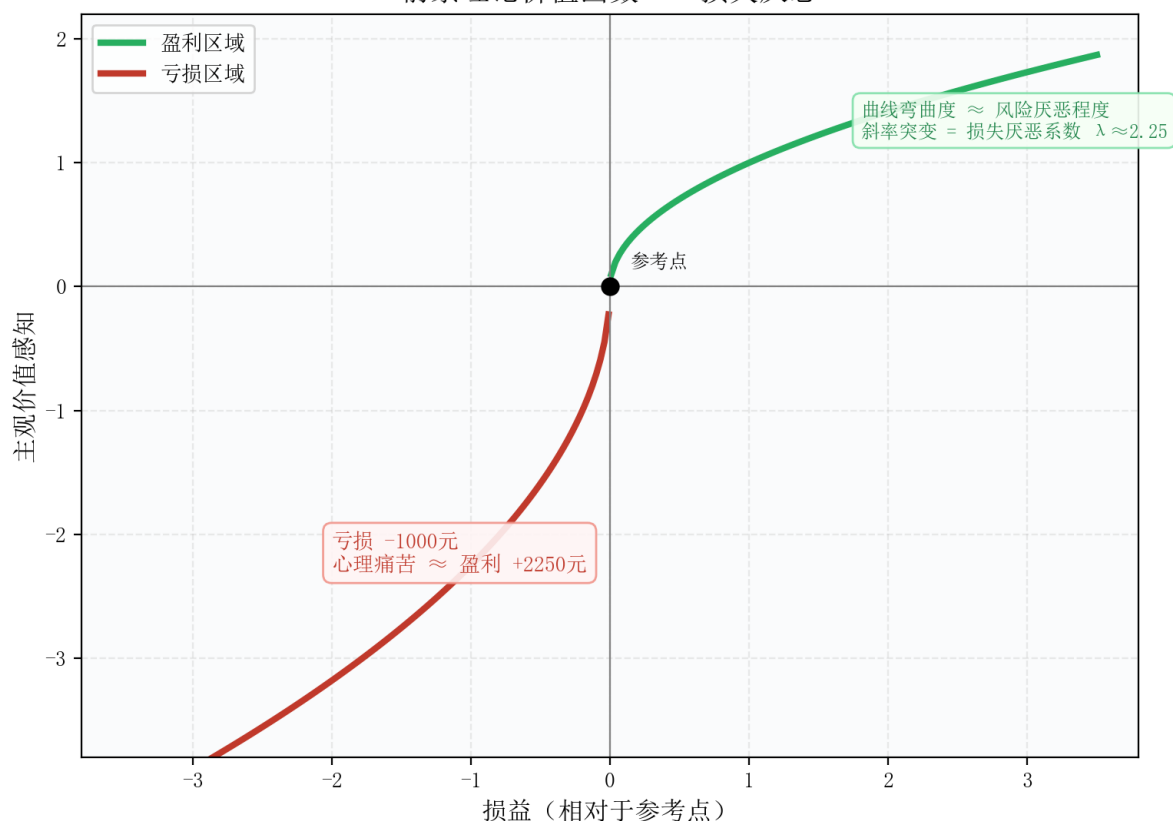
这个"出厂设置"在远古稀树草原上保住了你的命。但在股市里，它是一个灾难。

10.1 卡尼曼和特沃斯基的革命——前景理论

10.1.1 价值函数：为什么亏钱的痛感是赚钱快感的两倍多

前景理论的核心可以用一条"S形"曲线来概括：

前景理论价值函数 — 损失厌恶



这条曲线有四个关键特征：

1. **参照点依赖**：你不是在评估"我现在有多少钱"，而是在评估"我比参照点多赚了多少钱或少赚了多少钱"。参照点通常是你的买入成本——所以你永远在比较"和买入价相比我赚了还是亏了"。
2. **损失厌恶**：曲线在亏损区间比在收益区间更陡峭。赚1000元的快乐，大约只有亏1000元痛苦的1/2.25。
3. **边际效用递减**：在收益区间（右上），曲线越来越平——从赚1000到赚2000的额外快乐，低于从0到赚1000。反过来，在亏损区间（左下），曲线也越来越平——从亏1000到亏2000的额外痛苦，低于从不亏到亏1000。
4. **反射效应**：在收益领域，人们厌恶风险（倾向于锁定收益）；在亏损领域，人们追求风险（愿意赌一把以求回本）。

第四条是整件事里最致命的部分。我们来拆解一下。

10.1.2 反射效应——为什么你会"赚一点就跑，亏了就死扛"

前景理论预测了一个看起来"精神分裂"的行为模式——但现实中，几乎每个散户都做过一模一样的事：

在盈利的时候：你手里有一只股票，买入10元，现在12元。这个时候你在"收益区间"。前景理论预测：你厌恶风险，倾向于落袋为安。于是你在12元卖出了。然后股票涨到了20元。你用20%的盈利换来了40%的踏空。

在亏损的时候：你有一只股票，买入10元，现在7元。这个时候你在"亏损区间"。前景理论预测：你追求风险，愿意赌一把以求回到买入价。于是你继续持有，等待反弹。然后股票跌到了5元。

结果是什么？**你的投资组合变成了一堆亏损股票的仓库，因为好的都被你卖掉了。** 专业投资者把这叫做"拔

掉鲜花、浇灌杂草"——你做了完全相反的事。

这个行为模式的恐怖之处在于：它不是偶然发生的——它是人类大脑的结构性缺陷。你的神经回路在面对收益和面对亏损时启动了不同的处理模式。这不是你的错，但这确实是你需要解决的问题。

10.1.3 框架效应——同样的信息，换个说法，你就做出相反的决策

卡尼曼和特沃斯基在1981年做过一个经典实验：

给两组人看同样一个公共卫生危机场景——一种疾病预计会导致600人死亡。

A组看到的是："方案A可以救活200人。方案B有1/3的概率救活所有人，2/3的概率一个人也救不活。" 结果：72%的人选了A。

B组看到的是："方案A会导致400人死亡。方案B有1/3的概率没有人死亡，2/3的概率600人全部死亡。" 结果：78%的人选了B。

看清楚了吗？**这两组描述在数学上是完全等价的。** "救活200人"等于"死亡400人"。但第一个版本用"收益"来表述，人们就规避风险（选确定的方案A）；第二个版本用"损失"来表述，人们就追求风险（去赌方案B）。

投资中的框架效应无处不在： - "这只股票从高点回撤了20%，现在抄底" vs "这只股票在三个月内跌了20%，趋势坏了"——同一件事，两种框架，两种反应。 - "今年我的组合赚了8%，还不错" vs "今年沪深300涨了15%，我跑输了大盘"——你的参照点决定了你的快乐或痛苦。

10.2 投资者情绪周期——你在哪里买入，在哪里卖出

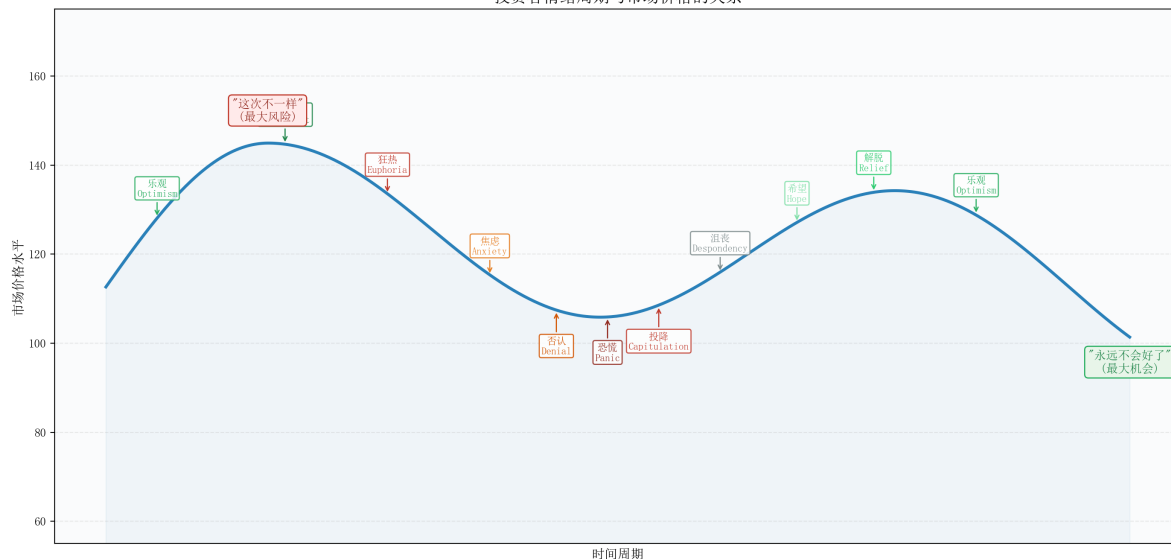
10.2.1 用资金流数据证明的周期

达巴尔（Dalbar）是一家专门研究投资者行为的机构。他们每年发布一份报告，比较"基金的纸面收益"和"基金投资者的实际到手收益"。

2021年的报告显示：过去20年，美国股票型基金的年化纸面收益约为10%（接近标普500），但**股票基金投资者的实际平均到手收益只有5%左右**。每年被蒸发的5%是什么？——这就是行为差距（Behavior Gap）。

投资者不是亏在选错了基金。投资者是亏在正确的时间做了错误的操作。他们买在情绪高涨的时候（基金净值接近阶段性高点），卖在恐慌蔓延的时候（基金净值接近阶段性低点）。

资金流数据反复验证了同一张图：



周期从乐观到狂喜到否认到恐慌到绝望再到希望——大多数人买入的位置靠近"狂喜"("这次不一样""跑步入场")，大多数人卖出的位置靠近"绝望"("我再也不碰股票了")。

10.2.2 三个真实的历史案例

2007年A股6000点：2007年10月，上证指数触及6124点历史高点。在此前三个月中，新增A股开户数日均超过30万户（而一年前这个数字不到3万）。多家基金发行日光。随后的一年里，上证指数跌幅超过70%，无数在高位冲进去的普通家庭至今没有回本。

2015年A股杠杆牛市：2015年4-6月，上证指数在杠杆资金的推动下快速冲上5178点。融资余额在顶部达到了2.26万亿（而2014年初只有3000多亿）。"4000点是牛市起点"的论调甚嚣尘上。随后的股灾中，千股跌停的奇观反复上演。那些在4500点以上加杠杆冲进去的人，一个月内被清盘。

2021年基金热潮：2021年1月，以易方达蓝筹精选、中欧医疗健康为代表的明星基金单日募集规模屡破千亿。张坤被粉丝称作"坤坤"，中欧的葛兰被叫做"兰兰"。朋友圈四处可见基金收益截图。随后两年，这些明星基金的平均回撤幅度在30-50%之间。聚光灯同一时间照在哪里，哪里风险-收益比就已经被压缩到最不利的位置了。

10.3 五个致命心理陷阱——每一个都有真实故事

10.3.1 损失厌恶：赚一点就跑，亏了就死扛

真实故事：2018年，一个朋友在40元附近买入了某消费龙头股。到了2020年，股价涨到60元，他卖了。理由："涨了50%，够我孩子的两年学费了，我怕跌回去。"——他用2万元的利润换来了此后两年少赚的8万元。同一时期，他另一只在30元买的化工股跌到了18元，他一直没卖。"不卖就不是亏。"他说。截至2023年底，那只化工股还在14元徘徊。

损失厌恶不只是让你"拿着亏损的股票不放"，它还让你在面对已经涨了50%的股票时不敢"继续持有"——因为你害怕"把已经赚到的钱又亏回去"。结果是：**你的亏损仓位永远比盈利仓位占的比重大，因为好股票都被你提前**

卖掉了，烂股票都被你留下来了。

10.3.2 确认偏误：你只看到你想看到的

真实故事：一位投资者在2019年买入了一只有色金属股票，他的逻辑是"新能源汽车会带动锂钴需求"。此后，他每天花2小时在股票APP的评论区、微博和贴吧搜索这只股票的讨论。他关注的三个财经博主都是"有色金属看多派"。他加入了一个持仓同只股票的小群，群里每天分享这只股票的"利好消息"。

到了2021年，这只股票已经从高点跌了40%，他仍然相信"价值会回归"。他忽略了一个基本事实：锂矿的供给响应速度远超他的预期，全球新开工的锂矿项目让供需逆转了。

确认偏误的精妙之处在于：**它让你觉得自己在做功课，但实际上你只是在反复确认你已经相信的东西。**你看到的是一个被你的搜索行为、算法推荐和社交圈层层过滤过的"世界"——在这个世界里，你的投资决策永远是对的，只是市场暂时还没有发现。

10.3.3 处置效应：卖掉赢家、留住输家

处置效应(Disposition Effect)由谢弗林和斯特曼(Shefrin & Statman, 1985)命名，是对损失厌恶在投资中的系统表达。

核心数据：Odean (1998) 分析了一万多个折扣经纪账户的交易记录。他发现：投资者卖出盈利股票的概率比卖出亏损股票的概率高出约50%。被卖出的盈利股票在被卖出后的12个月内，平均跑赢了被留下来的亏损股票超过3%。

换句话说：**你卖的，本来就该继续持有；你留的，本来就该卖掉。**你的行为模式让你系统地做出了错误的选择。

更讽刺的是——从税务角度来说，如果你有应税账户，**理性的做法恰恰相反：**卖出亏损的股票（抵税），持有盈利的股票（延迟纳税）。现实中的每个人都做了税收效率最低的操作。

10.3.4 羊群效应：当所有人都在买的时候，你也忍不住

2000年互联网泡沫：一个出租车司机在纽约证券交易所门外说："我每天在这里拉客人，他们都说这家公司要涨到天上去——我该买哪只？"这句话后来成为那个时代的标志。六个月后，纳斯达克指数从高点暴跌了78%。

2015年A股：2015年4-6月，中国散户新开户数量连续三个月超过400万。街头巷尾、菜市场、出租车上——人们讨论的不是"这个公司是做什么的"，而是"代码是多少"。

2021年加密货币：萨尔瓦多宣布比特币为法定货币，Coinbase在纳斯达克上市，散户通过Robinhood涌入加密资产。"去中心化金融""Web3""NFT"成为全球最热门词汇。此后，比特币从约69000美元跌至16000美元以下。

每一次泡沫的结构都惊人地相似：新的技术或概念激发想象力 → 媒体和KOL放大叙事 → 散户观察周围的人都赚了钱 → FOMO（害怕错过）驱动继续买入 → 聪明的资金在顶部悄悄卖出一部分 → 边际买家枯竭 → 下跌开始 → 恐慌性抛售。

羊群效应在进化上是理性的——如果你的部落里有200个人都在往东跑，而你站在原地，可能意味着你错过了某个致命的危险信息。但在金融市场里，所有人都往东跑的时候，往西走的往往是幸存者。

10.3.5 过度自信：尤其是男性

布拉德·巴伯（Brad Barber）和特伦斯·奥迪恩（Terrance Odean）在2001年发表了一项令金融圈沉默了数秒的研究。他们分析了超过35,000个折扣经纪账户长达6年的交易数据，得到如下结果：

群体	年均换手率	年均净收益	收益差距
女性投资者	53%	相对于基准-0.25%	基准
男性投资者	77%	相对于基准-2.90%	女性高出2.65%
单身男性	85%	相对于基准-3.50%	单身女性高出3.50%

男性比女性多交易了45%，而每一份额外的交易都在产生不必要的费用和买卖价差损失。单身男性比单身女性交易多了67%，年化净收益低了3.5%——这3.5%在复利作用下，30年的终值差异是毁灭性的。

这不是对性别的攻击——巴伯和奥迪恩的数据清楚地表明：**不是"女性更会选股"，而是"男性换了太多手"**。女性的交易频率更低，意味着更少的摩擦成本和更少的错误时机决策。同一组数据中，女性和男性的选股能力没有显著差异——差异完全来自交易频率。

10.4 定投——为什么它有效，不是因为"更高收益"

10.4.1 定投的数学不骗人

定投(美元成本平均法, Dollar Cost Averaging)的核心数学很简单:你在固定的时间间隔投入固定的金额。当价格低的时候，同样的金额买入更多的份额；当价格高的时候，同样的金额买入更少的份额。这个机制让你的平均持仓成本**低于**期间价格的平均值。

举个例子：你每月拿1000元买一只基金。第一个月价格10元，你买入100份。第二个月价格跌到5元，你买入200份。第三个月价格涨回7.5元，你买入约133份。你的平均成本 = $3000\text{元} / 433\text{份} \approx 6.92\text{元}$ ，而这三个月的价格平均值是7.5元。你的成本比均价低了约8%。

这个数学在任何波动市场中都会自动生效——不需要你做任何预判。

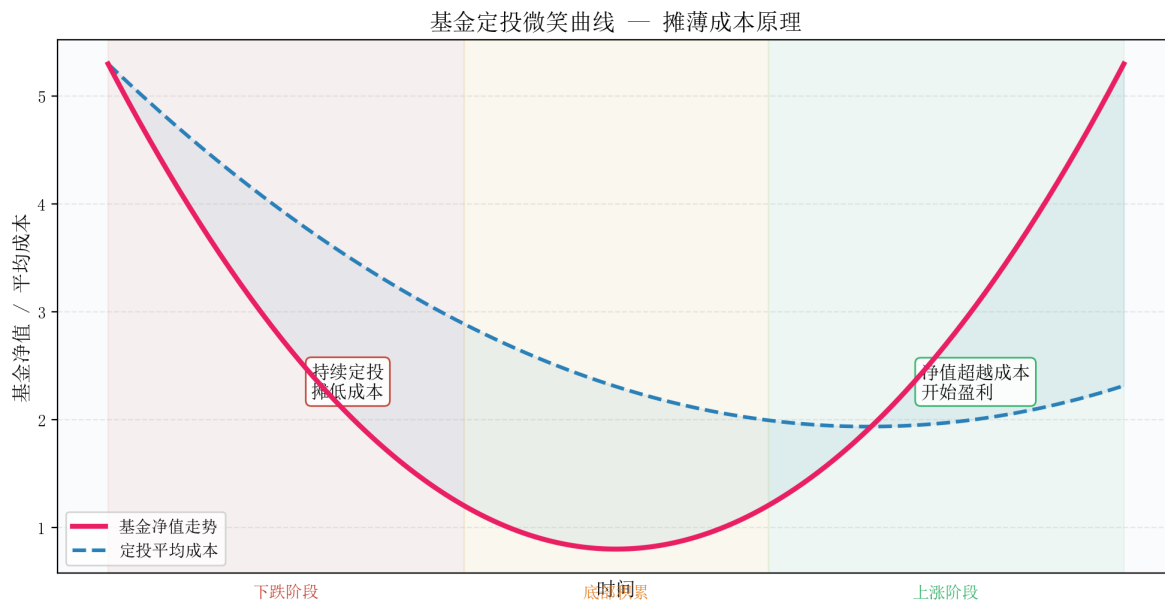
10.4.2 但它真正的价值不在于数学——在于心理学

很多理财号告诉你"定投能让收益更高"——这句话只说对了一半。定投的真正价值不在于数学上的"摊低成本"（在持续上涨的市场中，一次性投资反而收益更高），而在于它**让你从"我现在该不该买"的精神内耗中解脱出来**。

回忆一下你自己的投资决策过程：你打开账户，看到今天的行情，然后你开始判断——"今天是在涨，要不要等等回调？"或者"今天在跌，还会不会继续跌？我要不要再等等？"这个判断过程消耗的不是你的时间，是你的决策意志。

而决策意志是一种有限资源。心理学家罗伊·鲍迈斯特(Roy Baumeister)的自我损耗理论指出：每做一次决策，你消耗一点"自我控制的资源"，直到耗尽。这就是为什么你会在半夜打开外卖APP——白天的决策已经把你的自控力烧完了。

定投用一个机械规则——每月X日固定扣款Y元——把这个消耗意志力的过程直接消除。**你不需要决定"今天买不买", 因为你已经决定了"每月10号买1000元"这一个决策。一次决策, 终身执行。**



10.4.3 定投的适用条件与陷阱

定投不是万能的。它最大的优势——摊低成本——只在**先跌后涨的"微笑曲线"**中成立。如果市场持续单边上涨, 一次性投资优于定投。如果市场持续单边下跌后再也不反弹(如某些长期熊市市场), 定投只是在持续亏损——只是亏得比一次性买入慢一些。

这也是为什么定投必须搭配宽基指数, 而不是个股。个股可能破产或长期下行, 但沪深300指数——代表中国经济中最大的300家公司——长期来看, 其盈利增长和经济基本盘是一致的。

10.5 实操工具——打造你自己的"防自己墙"

10.5.1 投资决策日志——最便宜的行为纠正工具

花5块钱买一个本子, 每次做投资决策时, 在"买入"或"卖出"按钮点击之前, 写下三行字:

1. **我为什么买/卖?** (不要写"我觉得它会涨", 写具体的逻辑: 我看了什么数据、什么信息让我做出了这个判断)
2. **什么情况下我会被证明是错的?** (这一点极其重要——如果你写不出什么条件下你会认错, 说明你根本就没有真正思考过)
3. **我的持仓期限是多久?** (3个月? 1年? 5年? ——期限不同, 评估标准完全不同)

三个月后, 把本子翻回这一页, 对照实际的市场走势, 看你的判断是否成立。如果不成立——检查是逻辑错了、信息不全、还是运气不好。

这个习惯的威力在于: **它把你的"交易行为"变成了一组可以被复盘的数据。** 没有记录, 你的大脑会自动重写

记忆——选择性记住自己判断对的部分，忽略判断错的部分（这也是一种确认偏误）。

10.5.2 冷却规则——24小时内不做重大交易

规则很简单：**任何超过你月收入30%的投资决策，在点击确认之前，至少冷却24小时。**

这个规则的神经科学基础是：你对市场波动产生的恐惧和贪婪反应，主要由杏仁核驱动，处理时间约为数百毫秒。而你的前额叶皮层（负责理性思考、长远规划的部分）需要数分钟甚至数小时才能介入"情绪反应"。

24小时的冷却时间，足够让你的前额叶追上你的杏仁核。24小时后，如果你仍然认为这个交易是合理的——那至少它不是在情绪驱动下做出的。

10.5.3 预先承诺——在平静的时候写好规则，在冲动的时候遵守

诺贝尔经济学奖得主托马斯·谢林(Thomas Schelling)在研究成瘾行为时提出了"自我约束"的概念：你知道自己在某个情境下会失控，所以你提前设置好限制，剥夺未来那个"失控的自己"的选择权。

这就是所谓的**尤利西斯合约**——取自希腊神话中，英雄尤利西斯在航经海妖塞壬所在的岛屿之前，让水手把自己绑在桅杆上，并命令水手们用蜡封住耳朵。他知道自己听到塞壬的歌声后会失去理智，所以他提前安排了一场对自己的"绑架"。

在投资中，预先承诺可以采取以下形式：

- 在投资计划里写好：只有当沪深300 PE低于10年均值时才开始每月定投；当PE高于10年均值的90分位时停止买入。写成文字，截图发给一个你信任的朋友说"监督我"。
- 给交易APP设置密码，让配偶或家人设置，你自己不知道密码——每次想交易必须先和这个人沟通。
- 设置定期定额定投后，**删除交易APP的通知权限**——你不需要"知道"市场在干什么，才能从市场中赚钱。

在《思考，快与慢》中，卡尼曼写道："我们对自己认为知道的东西过度自信，而我们对自己实际不知道的东西也毫无感觉。"这句话完美地描述了一个典型散户的一生：自信地买入、恐慌地卖出、然后自信地买下一只。打破这个循环的第一步，不是变得更聪明——而是承认自己会蠢。

[上一章：资产配置](#) | [下一章：投资系统](#)

第11章：投资系统——构建你的个人投资操作系统

"没有系统的投资者像没有食谱的厨师——偶尔能做出好菜，但永远无法稳定输出。你不需要每次都做对，你需要的是一个长期期望值为正的操作系统。"

想象两个投资者。

投资者A每天早上起来第一件事是看昨夜美股收盘和今天A股开盘，根据当天的"盘感"决定是否交易。他的每一次决策都是独立的——他可能今天买明天卖，也可能一拿拿三年，完全取决于他那天的情绪和信息摄入。

投资者B有一个写在一张A4纸上的规则清单。清单上写着：股票占组合的比例如何确定、买哪几只ETF、什么时候调仓、什么时候减仓。他的每一次操作，都是在执行这张纸上提前写好的规则。他每天只需要5分钟来确认"一切还在按计划运行"。

一年后，A可能大赚，也可能大亏。五年后，A大概率不如B。十年后——A和B之间就是赌博和投资的差距了。

一个"投资操作系统"是什么？ 它是在任何市场条件下如何做出投资决策的完整规则框架。它不是"一个策略"——策略可以被淘汰，但系统本身会进化。它的核心假设是：你不是全知全能的，你的情绪会背叛你，所以你需要把"决策"从"执行"中分离出来——**在冷静的时候做决策（写规则），在混乱的时候只做执行（遵守规则）。**

11.1 系统的六大模块

一个完整的个人投资操作系统由六个模块组成。缺了任何一个，你的系统都有漏洞。

模块	回答的核心问题	如果没有这个模块会发生什么
资产配置	我总共拿多少钱买什么大类资产？	东一枪西一枪，仓位全是随机数
选择标准	在每一类资产里，我选哪个产品？	随便买，可能买到高费率/低流动性的产品
买入规则	什么条件下我启动买入？	情绪化买入——"今天感觉不错，买点"
卖出规则	什么条件下我启动卖出？	情绪化卖出——恐慌性清仓或死扛到底
仓位管理	每项资产我最多/最少拿多少？	某一个资产从"小实验"变成了"重仓被套"
定期审查	我多久检查一次，检查什么？	系统慢慢漂移，曾经的计划变成了一纸空文

我们现在来逐个拆解这六个模块。

11.2 资产配置规则——写在最前

资产配置规则是你的系统的"宪法"。它是所有其他规则的母规则。

在[第9章](#)中我们已经深入讨论了股债配置的逻辑。这里只需要总结为可执行的规则形式：

配置规则模板：

我的股债比例：___% 股票 / ___% 债券 / ___% 现金

其中：

- 股票部分：沪深300占___% / 中证500占___% / 标普500占___%
- 债券部分：国债ETF占___% / 纯债基金占___%
- 现金部分：货币基金占___%

这个比例基于：

- 我的年龄是___岁
- 这些钱在___年内不需要被动用
- 我能承受的最大年度回撤是___%

举例（一个30岁、年收入15万、投资期限15年的中国上班族）：

股债比例：70% 股票 / 25% 债券 / 5% 现金

股票部分：沪深300 40% / 中证500 20% / 标普500 10%

债券部分：国债ETF 25%

现金部分：余额宝/零钱通等 5%

这个比例基于：

- 我的年龄是30岁（还有30+年的工作收入）
- 这些钱在15年内不需要被动用
- 我能承受的最大年度回撤是25%

11.3 选择标准——"买哪一个"的规则

在第8章我们讲了选择指数基金的四个标准。在系统里，你需要把它们变成"筛选条件"而非"闲聊话题"。

你的选择标准规则应该长这样：

对每一类资产，我选择产品的条件：

1. 跟踪误差（年化）< ___%
2. 规模 > ___亿元
3. 管理费+托管费合计 < ___%/年
4. 日均成交额 > ___万元（仅限ETF）
5. 成立时间 > ___年

优先选择满足全部条件的产品中费率最低的。

如果当前持有的产品不再满足条件，在年度审查时更换。

为什么要写给成立时间？ 一只成立不到一年的ETF，你根本不知道它的跟踪误差有多大。跟踪误差的计算需要至少1年的实盘数据。买一只"全新"的ETF就像买一个没有历史成绩单的学生——你可能在冒险，但这个风险完全没有必要承担。

11.4 买入规则——告别“感觉该买了”

买入规则是整个系统中最核心的执行机制。以下是两个不同风格的框架，你可以选择一个适合你的。

11.4.1 估值锚定法（价值风格）

这个方法的核心逻辑是：在估值低的时候买更多，在估值高的时候停止买入或开始卖出。

以沪深300为例：

沪深300 PE相对于其10年历史区间	买入信号	执行动作
低于30分位	低估——积极买入	每月定投金额增加50%（加倍定投）
30-50分位	偏低估——正常买入	按原定计划每月定投
50-70分位	偏高估——减速买入	每月定投金额减半
70-90分位	高估——停止买入	暂停定投，新资金放入债券/货币基金
高于90分位	极度高估——开始卖出	分3-6个月逐步减仓至目标配置的50%

估值锚定法在A股历史上表现如何？沪深300的PE在历史上低于10倍时（大约10年数据的10-15分位），此后3年的年化收益中位数约为15-20%。高于25倍PE时（大约85-90分位），此后3年的年化收益中位数约为负数。**估值不是精确的择时工具——但它确实给了你一个概率上的优势。**

11.4.2 机械定投法（极简风格）

这个方法完全放弃估值判断，不管市场处于什么位置，每月固定日期固定金额买入。

每月10号（如遇节假日顺延至下一个交易日），买入：

- XXXX元 沪深300 ETF
- XXXX元 中证500 ETF
- XXXX元 标普500 ETF
- XXXX元 国债ETF

各买入金额按照目标配置比例分配。

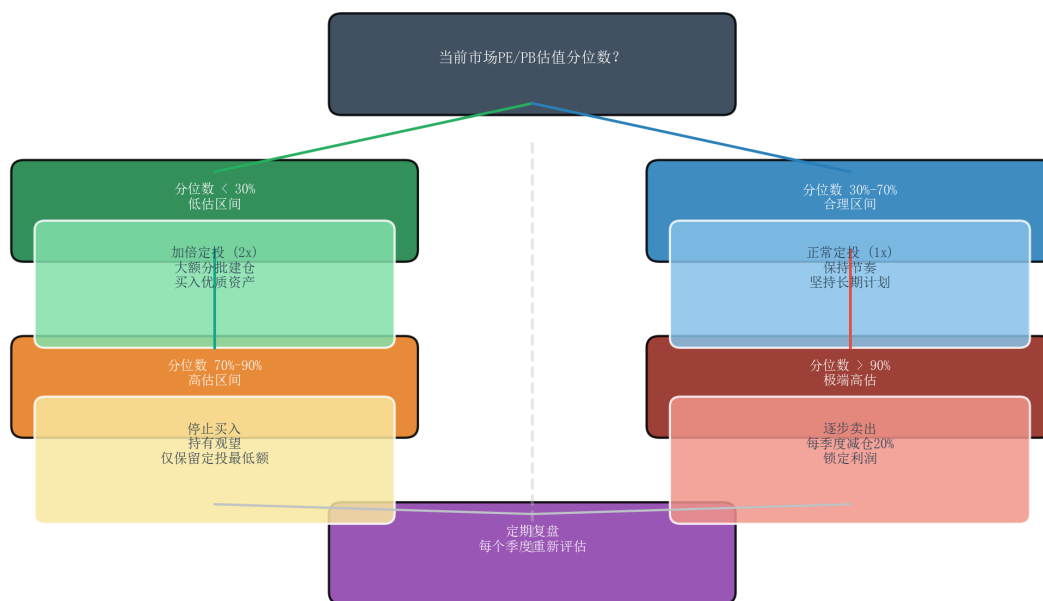
这个方法的哲学是：**我不判断市场。我只是机械地获取中国经济和美国经济的长期增长。如果中国未来的经济在增长、企业在盈利，我会自动成为这个增长的一部分。**

哪种方法更好？从回测数据来看，估值锚定法在过去20年的A股历史中表现优于机械定投——因为A股的波动率极高，在低估时多买提供了实质性的收益提升。但估值锚定法有一个巨大的软肋：**它要求你更频繁地关注市场数据（查看PE分位数），这会增加情绪干扰和行为风险。**机械定投法的收益可能稍低——但它的执行成功率要高得多。

我的建议：如果你看完[第10章](#)后，诚恳地觉得自己是一个容易被市场情绪影响的人——选机械定投法。多赚

的那几个百分点不值得你承受"在市场恐慌时我还要加倍买入"的心理压力。如果你心理素质足够硬，估值锚定法在A股有明确的历史优势。

基于估值分位数的定投决策框架



核心原则：估值越低越贪婪 估值越高越恐惧 纪律 > 预测

11.5 卖出规则——比买入更难

卖出规则是你花钱买来的经验。大多数投资老手会告诉你：**学会怎么卖，比学会怎么买更难。**

一个好的卖出规则长什么样？

我只在以下三种情况下卖出：

情况一：再平衡触发

当某类资产偏离目标比例超过___%（建议5%），卖出超配部分，买入低配部分。

情况二：估值过高触发（仅适用于估值锚定法）

当某类资产的估值指标超过10年数据的___分位（建议90分位），分___个月逐步减仓，每次卖出不超过当前持仓的___%（建议20-25%）。

情况三：产品条件不再满足

如果我持有的某只产品不再满足第11.3节的选择标准——

比如跟踪误差持续扩大、规模跌至警戒线以下——在年度审查日更换产品。

任何不属于以上三种情况的卖出，必须冷却至少24小时才能执行。

最后一条的存在，是为了阻挡那个只在凌晨2点出现在你脑海中的声音："我觉得明天会跌，要不先全部清仓吧？"

11.6 仓位管理——你的第一道防线

仓位管理的本质是：**即使你完全看错了某一个资产，它也不会摧毁你的整个组合。**

仓位限制	具体规则	防止什么问题
单只股票上限	不超过总资产的5%（仅限卫星仓位）	一把梭的毁灭性风险
单个行业上限	不超过总资产的15%（如果持有行业ETF）	教培行业2021年——一个行业可以一夜蒸发万亿
单类资产上限	个股合计不超过卫星仓位的50%	卫星变核心——"我就玩一把"变成了"全仓押注"
现金下限	任何时候至少保留3个月生活费的现金	市场大跌时你不需要被迫在底部割肉
杠杆底线	永远不借钱投资（包括"融资融券"）	杠杆是投资新手最快的破产通道

对于核心仓位(宽基指数ETF), 单只ETF的上限不需要限制——沪深300 ETF占你股票仓位的60%也不可怕, 因为它本身就是300家公司的篮子。仓位限制的尖锐端是针对个股和行业ETF的：**这些东西可以一夜归零，沪深300不会。**

11.7 记录与复盘——区分投资者和赌徒的唯一习惯

11.7.1 为什么要记录，不是"为什么要复盘"

复盘的目的是回顾"我赚了多少钱亏了多少"——大多数人是这么理解的。但数据说了算的复盘其实没什么用，因为市场的结果（短期内的盈亏）受到太多噪音干扰。你这个月亏了5%——是因为你的策略出了问题，还是因为市场整体跌了6%你的表现其实还不错？只看P&L回答不了这个问题。

真正有价值的是**决策记录**。你记录的不是"结果"，而是"**我做出这个决策时的判断依据和假设**"。

三个月后回头看, 你把"判断"和"结果"对照：- **判断错、结果也对**：你没有能力，只是运气好。这种"成功"下次会害死你。- **判断对、结果也错**：你的逻辑流程是对的，市场没有配合。你不应该因为亏了钱就抛弃正确的方法。- **判断错、结果也错**：你的逻辑有漏洞，而且这次漏洞被市场惩罚了。这才是你真正需要学习的地方。

11.7.2 决策日志模板

日期：____年____月____日
 操作：买入/卖出/调仓/不操作
 涉及资产：_____
 金额/比例：_____

1. 我为什么做这个决策？（具体的数据、信息、逻辑——不要写“感觉”）
2. 什么情况下这个判断会被证明是错误的？（必须具体、可验证）
3. 我的持仓计划：这笔操作的持有期限是____个月/年

审核日期（3个月后）：____年____月____日
 实际结果：_____
 判断是否成立？ []是 []否 []不确定
 学到了什么：_____

如果你能从今天开始坚持记录（每一笔交易，包括“决定不交易”），三年后你拥有的不只是投资收益——你拥有了一份关于“自己是如何做出投资决策”的个人数据库。而这份数据，是你成为成熟投资者最核心的私有资产。没有任何基金经理、没有任何AI能替代它。

11.8 信息食谱——你该看什么，不该看什么

11.8.1 信息分级

信息层级	查看频率	内容	例子
每日	几乎不看	—	不开交易APP
每周	5分钟扫一眼	本周市场整体涨跌	中证指数官网查看沪深300、中证500本周涨跌幅
每月	15分钟	定投确认、组合概览	登录账户确认定投已扣款、查看组合市值分布
每季度	30分钟	估值数据、宏观数据更新	查看沪深300 PE分位、CPI、PMI、M2数据
每年	2-3小时	年度审查、再平衡、策略评估	详见第11.9节

11.8.2 信息源白名单与黑名单

白名单（建议关注）： - 中证指数官网(csindex.com.cn): 查看指数估值、成分股变动 - 天天基金/东方财富基金频道: 查看基金费率、规模、跟踪误差 - 国家统计局月度数据: CPI、PMI、工业增加值等宏观指标 - 中国人民银行官网: 货币供应量（M1/M2）、社融数据 - 晨星中国（Morningstar China）：基金评级和报告

黑名单（建议屏蔽）： - 财经新闻客户端的推送通知(每天十几条"突发""重磅""震惊") - 短视频平台的"财经大V"(监管难、利益冲突严重) - 股票讨论区/评论区(羊群效应的实体载体) - 微信群里的"内幕消息"和"大神推荐"(每一个割韭菜的骗局都从这里开始) - 任何以"这次不一样"开头的分析文章(这四个字是投资史上最贵的四个字)

你的大脑会渴望"信息"——因为它以为信息越多决策越正确。但金融市场中的绝大部分信息是噪音，噪声比信号大几个数量级。你每天摄入的金融信息如果在20条以上，你的投资决策质量大概率在下降——不是因为这些信息全部是错的，而是因为你无法区分哪条值得反应、哪条不值得。

11.9 年度仪式——一年一次的大体检

每年12月的最后一个周末，关掉手机，拿出你的投资决策日志本、账户截图和一张空白A4纸，做以下五件事：

第一件事：对照目标，看偏差

- 你设定的股债比例是70/30，现在的实际比例是多少？（涨了的东西自然占比会变大）
- 如果不一致，差异来自哪里？是某类资产涨了太多，还是你偷偷加了仓？
- 写下本次再平衡的操作清单（卖出哪些、买入哪些、各多少）

第二件事：复盘过去12个月的每一次操作

翻看你的决策日志。过去一年里，你做了多少次"情况一/二/三"之外的交易？这些"例外交易"的总收益是多少？如果一笔都没有——恭喜你，你已经超过90%的投资者。如果有——思考一下，这些例外交易的决定因素是什么。它们有没有共同模式？（比如"每次都是看到财经新闻后冲动买入"）

第三件事：重新确认风险承受能力

你的生活有没有发生重大变化——换工作、结婚、生孩子、买房、父母生病——这些事件都会改变你的风险承受能力。一条硬规则：**生活变化>10%时，重新评估股债比例。**

第四件事：更新下一年的规则

- 有哪些规则今年执行得好？保持。
- 有哪些规则你总是在"找理由违反"？——要么这条规则不合理（那就改了它），要么你还没学会遵守纪律（那就承认这一点并加强）。
- 下一年我要加入什么新规则或去掉什么旧规则？

第五件事：阅读清单

每年至少读一本投资经典。不追求数量，追求深度。以下是按难度递增的路线： - 入门：《漫步华尔街》

11.10 系统的灵魂——你总会犯错，关键是错的时候怎么处理

世界上不存在完美的交易系统。任何一个系统在特定的市场环境下都会表现糟糕。价值投资者在2015年创业板泡沫中跑输大市，定投者在2018年A股全年单边下跌中持续亏损，持有标普500的人在2000-2010年"失去的十年"中零收益。

一个系统的质量不取决于它在顺风顺水时多么完美——而取决于它在最不利的环境中，你能不能继续执行它。

如果你在系统表现差的时候抛弃了它，你不仅亏了这段时间的钱，你还失去了系统本身（而系统在未来大概率会回归均值）。如果你在系统表现差的时候坚持执行——虽然这段时间还是亏着，但你在底部买入的每一笔资金，都在为未来的回归奠定基础。

这也是为什么这套系统被设计成我们现在看到的样子：- 极低的信息摄入频率——减少情绪干扰 - 事前写好的规则——不在焦虑时做决策 - 决策日志——保留复盘能力 - 安全边际——单一资产的上限和现金下限让你在最坏的情况下也不会出局

投资中最重要的一句咒语：活下来。 只要你还活着(没有被清盘、没有被迫在底部割肉、没有因为一次豪赌丧失全部本金)，长期复利会做它该做的事。系统的全部意义，就是确保你在任何天气里，都还活着。

[上一章：行为金融](#) | [下一章：中国市场](#)

第12章：中国市场的特殊性与避坑指南

"投资的第一要务不是赚钱，是活下来。只要你还在牌桌上，复利就会替你工作。一旦你被清出场——无论是爆仓、被骗、还是因病因灾被迫清仓——前面的所有计算都白费了。"

巴菲特的投资第一原则是"不要亏钱"，第二原则是"不要忘记第一条"。这句话在美国市场听起来像一句俏皮话，在中国市场，它是一句血泪教训。

为什么?因为中国资本市场有一个美国市场没有的特征组合:散户主导的极致波动性 + 政策的高敏感性 + 信息环境的极度不对称 + 层出不穷的金融骗局。这四重叠加,让中国市场成为全世界对"活下来"要求最高的战场之一。

这不是危言耸听。2015年股灾，上证指数从5178点跌到2850点，仅用了不到两个月。无数融资盘被强制平仓，有些人一生的积蓄在两周内灰飞烟灭。2020年之前，P2P行业规模最高时达到约1.3万亿元人民币，而今天这个数字已经趋近于零——这其中是几百万个家庭的财富蒸发。

本章所有的内容，都围绕一个核心问题展开：**在中国市场，怎么确保自己不被清出场？**

12.1 A股的独特生态系统

12.1.1 散户主导——你不是在和机构博弈，你是在和情绪博弈

先看一组对比数据：

市场特征	A股	美股
散户交易量占比	约80%	约20%
机构投资者占比	约20%（含外资）	约80%
沪深300年化波动率	约25%	—
标普500年化波动率	—	约15%
换手率（年均）	200%-400%	50%-100%

A股80%的交易量来自散户，这意味着什么？打个比方：美股的定价权像是一个由专业裁判组成的评审团，情绪相对稳定；A股的定价权则像是一个嘈杂的菜市场，每个摊主都在大声喊价，价格经常偏离价值很远很远。

这三个特征直接塑造了你的投资策略：

第一，波动率更高，意味着你的止损缓冲区需要更宽。一只沪深300成分股单日波动3%-5%是常态，如果你用美股常用的5%止损线，你会发现自己频繁被"洗出去"。在中国市场，止损位通常需要设在8%-12%甚至更宽——而这对仓位管理提出了更高的要求。

第二，政策敏感性极高，意味着你必须学会"读政策"。 美国市场对政策变化的反应通常体现在货币政策和税收层面，而A股对产业政策的反应是直接且剧烈的。2021年"双减"政策出台后，教育板块在两周内跌去90%以上。2022年游戏版号政策的变化，可以在一天内让游戏板块暴涨或暴跌5%-10%。这不是在说"不要投资A股"，而是在说——**在A股，政策信号和基本面分析同等重要。**

第三，散户情绪主导，意味着错误定价的机会更多——但陷阱也更多。 散户追涨杀跌的行为模式，会导致某些股票被严重高估（泡沫）或严重低估（错杀）。如果你能保持冷静，这是机会。但问题是：在全民狂热的时候保持冷静，这需要极强的纪律——而这恰恰是[第10章](#)讨论的核心问题。

12.1.2 政策市——你必须看懂的信号

A股被称为"政策市"不是没有道理的。这不是批评——这是对这个市场运行逻辑的客观描述。中国政府对经济的调控能力和意愿都远超西方政府，这体现在市场层面，就是政策对资产价格的影响力被放大了。

一个粗略但有效的时间线：

时间	标志性政策事件	市场影响
2014年11月	央行开启降息周期	触发2014-2015大牛市
2015年6月	证监会清理场外配资	牛市终结，千股跌停
2016年初	熔断机制实施（仅4天即暂停）	两次触发熔断，恐慌蔓延
2018年	中美贸易摩擦 + 国内去杠杆	全年下跌，上证跌幅24.6%
2020年疫情后	流动性宽松 + 经济刺激	结构性牛市（消费、医药、新能源）
2021年7月	"双减"政策	教育板块崩溃
2022年11月	"金融16条"房地产托底	地产板块短期反弹
2024年9月	一揽子重磅政策组合	上证单日涨幅创多年纪录

你不需要成为政策分析师。但你需要养成一个习惯：**每周至少看一次央行的公开市场操作、国务院常务会议的主要议题、以及你持仓行业相关的政策动态。**这不是"可选项"，这是在A股存活的基本功。

12.2 中国市场的独特投资品种

中国市场有一些其他市场没有、或者形态完全不同的投资品种。了解它们，不是让你什么都投——而是让你知道自己的工具箱里有什么。

12.2.1 可转债——中国市场对散户最友好的品种之一

可转债是一种可以转换为股票的债券。听起来平淡无奇，但中国市场的可转债有一个全球罕见的特征：**条款设计对散户投资者非常友好。**

可转债的独特优势可以用一个比喻来理解：它像买一张彩票，但这个彩票保证全额退款。如果股价涨了，你可以把债券转成股票，享受上涨收益；如果股价跌了，你继续持有债券，到期拿回本金加利息——只要发行公司

不违约。

在A股,可转债还有几个实操优势: - 网上申购(打新)中签率远高于新股,不需要持有市值 - T+0交易,当天买入当天可卖出 - 交易佣金极低,通常万分之几

但必须加上一个重要的风险提示:**可转债不是没有风险**。2021年-2022年,随着信用债违约事件的增加,低于面值的可转债数量也在增加。一旦正股公司出现严重经营问题,可转债同样会大跌。选择可转债时,正股的信用质量是第一位的。

12.2.2 国债逆回购——闲置现金的最优去处

如果你有一些暂时不用的现金——比如在等待更好的买入时机,或者月底/季末的资金闲置期——国债逆回购是你应该知道的最简单工具。

它的本质是:你把钱短期借给持有国债的金融机构,对方用国债做抵押。期限从1天到182天不等,但最常用的是1天、7天和14天。资金门槛极低(深市1000元起),在你股票账户里就能操作。

为什么它重要? 让你的闲置现金不要躺在账户里睡大觉。一天期的逆回购年化收益率通常在1.5%-3%之间波动,季末和年底有时能飙到5%以上。虽然不多,但一年下来也是一笔零花钱——更重要的是,它几乎零风险,资金的流动性完全不受影响。

12.2.3 同业存单指数基金——低风险的"现金管理+"工具

同业存单是银行之间的短期借贷凭证,你可以理解为"银行之间的借条"。同业存单指数基金跟踪的是一篮子AAA级银行发行的同业存单,风险极低(但理论上不是零风险),收益率通常略高于货币基金。

它最适合的场景是:你有一笔钱,6个月内用不到但也不能承受任何明显亏损。比银行存款收益高,比货币基金略好,比短债基金更安全。

12.2.4 中国REITs——和你想的不一样

如果你听过"美国REITs年化收益10%+"买入REITs收租"这种说法,请注意:中国REITs和美国REITs是两种完全不同的东西。

美国REITs通常是持有写字楼、商场、公寓等商业地产,通过租金和资产增值获利。而中国目前的公募REITs主要投向基础设施——高速公路、污水处理厂、仓储物流、产业园区等。分红来自于这些基础设施的运营收入,而不是商业租金。

中国REITs目前还处于非常早期的阶段。截至2025年,上市数量不到50只,总规模不到2000亿元。它值得关注,但不应该成为你组合中的核心仓位——至少现在还不是。

12.2.5 公募基金 vs 私募基金——一堵墙的区别

这是中国投资者容易搞混的一组概念:

特征	公募基金	私募基金
投资门槛	通常1元或10元起	100万元起（合格投资者认证）
投资者数量	无限制	不超过200人
监管透明度	极高，季报/年报公开	较低，仅向投资者披露
投资范围	受严格限制	相对灵活
赎回灵活性	T+1到T+7不等	通常有较长锁定期
费率结构	管理费为主	管理费 + 业绩提成（通常20%）

一个简单粗暴的结论：**对95%的个人投资者来说，公募基金已经完全够用。**私募基金的高门槛、低流动性、低透明度，加上业绩提成的费用结构，意味着你需要非常强的选基能力，才能从中获利。那些"明星私募"的光环，很多时候只是幸存者偏差——你只看到了活下来的那几个，没看到清盘的那些。

12.3 中国投资骗局图鉴——真实的血泪

这是本章最重要的一节。论投资技巧，你可能需要几年才能精通；但论识别骗局，这一节的内容你现在就能用上——而且可能救你一命。

12.3.1 P2P——一个1.3万亿美元的庞氏金字塔

P2P（Peer-to-Peer Lending）的故事，是中国互联网金融史上最惨烈的一章。

2015年前后，P2P行业发展到顶峰，平台数量超过5000家，在贷余额最高约1.3万亿元人民币。这个行业的底层逻辑并不是一开始就有问题的——理论上，P2P撮合借款人和出借人，赚取信息中介费，是一个能成立的商业模式。

但问题在于，绝大多数P2P平台很快偏离了这个定位。它们不再做信息中介，而是自己成了信用中介——自己吸收资金、自己放贷、自己承担风险。更糟的是，很多平台根本没有实际贷款业务，它们是彻头彻尾的庞氏骗局：用新投资者的钱支付老投资者的收益，直到资金链断裂。

e租宝是最臭名昭著的案例。2014年7月上线，2015年12月被立案，短短不到一年半，涉案金额约900亿元人民币，涉及投资者约90万人。e租宝的所谓"融资租赁项目"大多是虚构的——它们展示给投资者的项目资料，连公章都是私刻的。

如何识别这类骗局？ 三个致命标志：

1. **"保本保息"承诺：**任何承诺"保本""无风险""刚性兑付"的理财产品，在法律上都是不合规的。金融产品的风险和收益永远成正比——如果有人告诉你"高收益零风险"，那一定是假的。
2. **远超市场的收益率：**如果无风险利率（国债）是3%，一个"固定收益"产品给你8%甚至12%，你一定要问：这个收益从哪里来？答案通常是"从下一个投资者的钱里来"。
3. **无法验证的底层资产：**你投资的钱究竟投到了哪里？能不能独立查证？如果对方给出的描述模糊不清、无法核实，或者用复杂的结构来绕晕你，立即远离。

12.3.2 原始股骗局——“这只股票马上要IPO了”

原始股骗局有着固定的剧本：

“我们公司明年就要上市了。现在内部价3块钱一股，上市后至少20块。这是你的朋友才告诉你的，名额有限。”

听起来很诱人。但请记住一个铁律：**真正的Pre-IPO股份不会通过微信群、朋友圈广告或莫名其妙打来的电话卖给个人投资者。** 私募股权投资有严格的合格投资者门槛（金融资产不低于300万元或近三年年均收入不低于50万元），任何绕过这个门槛来找到你的“原始股机会”，100%是骗局。

这些骗局的常见特征是：利用人们对“上市”“IPO”“科创板”等概念的美好想象，展示伪造的政府批文和会计师事务所报告，营造“错过就没有了”的紧迫感。等你转了钱，对方要么直接消失，要么给你一张永远上不了市的“股票”——那不过是一张废纸。

12.3.3 虚拟币/数字货币传销——别搞混了区块链和骗局

区分两件事很重要：加密货币本身是一种高风险资产类别，无论你投不投它，它至少是真实存在的。而“数字货币传销”则是披着区块链外衣的庞氏骗局——和真正的加密货币没有一点关系。

PlusToken案是其中的典型。2018年-2019年，PlusToken以“数字货币钱包+智能搬砖套利”的名义，吸引了超过200万会员，涉案资金折合人民币超过400亿元。它的运作模式是：要求会员将比特币、以太坊等真实加密货币转入PlusToken钱包，声称通过“智能狗”自动套利可以获得6%-18%的月收益。实际上，“智能狗”根本不存在，所有的“收益”都来自新会员的入金。2019年6月，PlusToken跑路。

怎么区分真正的加密货币投资和传销骗局？

特征	正常加密货币	传销骗局
核心技术	可查验的公链/代码	“核心技术”“保密算法”模糊描述
收益来源	市场价格波动	“固定收益”或“保本+”模式
入金方式	交易所自主购买	强制锁仓、要求转入特定钱包
推广模式	无层级佣金	多级推荐奖励（“下线”制度）
可查询性	币价在公开交易所可见	代币只在“自己平台”交易

一句话：**凡是承诺“稳定收益”“拉人头拿佣金”“锁仓返利”的“区块链项目”，都不是投资，是传销。**

12.3.4 非法原油/贵金属平台——你的钱从来没有进入市场

这类骗局的核心话术是：“国际原油/伦敦金/现货白银24小时双向交易，T+0随时进出，专业老师带单”。听起来专业，实际操作是一个巧妙的骗局：

你下载的所谓“交易软件”和你转入的“保证金”，从一开始就没有接入任何真实交易所。你看到的K线图、成交记录、账户余额——全部是后台可以随意修改的假数据。

骗子们的操作手法是：先让你小额盈利，建立信任，诱使你追加更多资金。等到你投入大额资金后，他们会通过"滑点""服务器故障""强制平仓"等手段，让你的资金在"合法"的外衣下消失。你以为是运气不好，实际上是后台一键操作。

识别方法：任何要求你将资金打入**个人银行账户**或**不知名的第三方支付公司**的"交易平台"，都是假平台。真正的证券/期货交易，资金托管在银行/持牌机构的三方存管账户下。

12.3.5 杀猪盘——爱情 + 投资 = 破产

杀猪盘（Pig-Butchering Scam）是这个时代最残忍的骗局之一。

它的流程是这样的：骗子在社交平台（探探、陌陌、Tinder，甚至LinkedIn）上与你建立联系，逐步发展成"恋爱关系"或"亲密友谊"。这个过程可以持续数周甚至数月——在这个阶段，骗子从不谈钱，只是每天嘘寒问暖，建立信任（"养猪"）。等到感情足够深了，对方会"不经意"地提到自己在用的某个投资平台，"最近收益不错，你也可以试试"。出于信任和"一起规划未来"的美好期待，你开始投入资金。开始小赚，然后投入更多。直到有一天，对方消失了——连人带钱一起。

这类骗局之所以可怕，是因为它攻击的不是你的贪婪，而是你的孤独和信任。被骗的人往往在感情上被彻底摧毁，而不仅仅是财务上的损失。

杀猪盘的背后是工业化的诈骗产业链——集中在缅甸、柬埔寨、菲律宾等地，运作着成百上千的诈骗园区。这些园区里有被贩卖的"键盘手"，他们每天轮班，按照标准化的剧本和你谈情说爱。你眼中那个"懂你又温柔"的人，可能是一群轮班打字的人共用的人设。

核心防范原则：任何人通过网络认识你后，最终引导你向某个"平台"入金——无论是投资、赌博、炒币还是其他形式——立即拉黑。不需要犹豫，不需要"再给对方一个解释的机会"。这不是冷漠，是自我保护。

常见投资骗局识别清单 — 记住：你看上的是收益 人家看上的是你的本金

骗局类型	主要特征与话术	出现频率	识别要点	危害等级
庞氏骗局/资金盘	承诺固定高收益(月息2%以上)	★★★	任何保证高收益无波动的承诺都是骗局	极高
虚拟货币/空气币	宣传"区块链技术" "未来元宇宙"	★★★	团队匿名 代码不公开 只有交易概念	极高
原始股/股权投资骗局	声称即将上市的公司股权	★★★	正规股权投资需通过合格投资者	高
外汇/期货喊单群	免费喊单 "带你开户"	★★★	高额会费无谓损失	极高
艺术品/红酒等另类投资	虚构稀缺性 "多人开盲盒"	★★★	对赌平台 你的亏损就是平台的盈利	高
荐股/投资培训骗局	老师带单 包赚不赔	★★★	非标准化资产的估值极其主观	高
原油/贵金属对赌平台	任意篡改数据	★★★	真正的投资能力不需要靠收费变现	高
消费返利/分红盘	高额返利 拉人头	★★★	套监管牌照是否真实有效	极高
冒充公检法/金融机构	声称有"洗钱"嫌疑	★★★	商业逻辑不成立 一来未支付返利?	极高
杀猪盘/情感投资诈骗	以信任为伪装 诱导投资虚拟平台	★★★	官方机构不会要求向私人账户转账	极高

12.4 杠杆——用血算出来的危险

12.4.1 杠杆的数字真相

先算一笔简单的账：

你投入本金100万。

- **1倍杠杆（不加杠杆）**：市场下跌30% → 亏损30万，剩余70万。痛，但不致命。
- **2倍杠杆**：市场下跌30% → 亏损60万，剩余40万。很痛。
- **3倍杠杆**：市场下跌34% → 亏损超过102万。你不仅本金清零，还倒欠券商2万。
- **5倍杠杆**：市场下跌20% → 亏损100万。全部清零，还有额外的利息要还。

杠杆的本质是：它放大了收益，但也放大了亏损。而且亏到一定程度，你不再是"亏损"——你是"被清出牌桌"。在A股，融资融券的强制平仓线通常是维持担保比例130%，这意味着在3倍杠杆下，股价下跌超过**约17%**就会触发强平，而不是你算的34%。

12.4.2 2015年的融资盘血祭

2015年A股股灾，无数加杠杆入市的散户经历了什么？以上证指数从5178点开始的下跌为例：在下跌的初期，很多融资账户还抱有"只是回调"的侥幸心理。但随着下跌加速，强制平仓一个接一个触发——而强制平仓本身就是巨大的卖盘，进一步推动股价下跌，触发更多平仓。这是一个自我强化的死亡螺旋。

那一年，很多三四十岁、事业有成的中年人，在一到两周内失去了全部积蓄。有些人甚至因为无法偿还融资债务而面临法律诉讼。

一个残酷但有用的事实：**如果你用3倍以上的杠杆炒股，你实际上不是在投资——你是在与市场玩俄罗斯轮盘。**哪怕你连续对10次，只要错1次，本金清零。

12.4.3 房贷是杠杆——但它不是同一件事

有人会问：房贷也是杠杆，为什么那么多人用？

房贷和投资杠杆有三个本质区别：

1. **底层资产的性质不同**：房子是你住的地方。即使房价下跌，你仍然需要住——房子仍然在产生"使用价值"。股票跌了，它只是一串数字。
2. **杠杆倍数不同**：首套房通常首付30%（约1.4-2.3倍杠杆），远低于股票融资的3-5倍。
3. **强制平仓机制不同**：只要你按时还月供，银行不会因为房价下跌就要求你追加保证金或强制卖房——股票融资却不是这样。

所以房贷是杠杆，但它是完全不同类型的杠杆。**做人可以贷款买房，千万别借钱炒股。**

12.5 信息环境——在噪音中寻找信号

12.5.1 信息市场的"柠檬问题"

中国市场的信息环境有一个众所周知的挑战：信息的准确性、完整性和时效性都受到各种限制。财务造假、

选择性披露、行业研究报告的利益冲突——这些在任何一个市场都存在，但在中国市场，这些问题因为信息不对称的放大而格外突出。

更雪上加霜的是，散户获取信息的主要渠道——社交媒体——本身就是一个噪音放大器。

12.5.2 社交媒体上的"荐股"生态

打开微信、微博、抖音，搜索任何一只热门股票，你会看到大量"老师""大V""内幕哥"在发布分析和预测。这个生态中，谁是认真的分析者，谁是在卖你东西——甚至是在操纵你？

红色警报信号：

- **"保证收益""稳赚不赔"** — 合法分析师永远不敢说这句话
- **"内部消息""庄家动向"** — 真正的内幕交易是非法的，宣称有内幕的人要么在违法，要么在骗人
- **频繁晒收益截图** — 这些截图可以用模拟账户生成，也可以P图。即使是真的，你看到的也是"筛选后的辉煌"，看不到背后的亏损
- **"跟上我的操作""加VX带你"** — 这种模式的商业模式通常是：先建立信任，然后把粉丝引流到他们控制的平台或收费群，再通过各种方式变现
- **"XX股明天必涨"的绝对化表述** — 股市没有"必然"

谁是相对可信的？ 那些告诉你"我不知道""这不适合所有人""请独立判断"的人。听起来反直觉，但这是识别专业从业者的最简单的标记。

12.6 投资之前，先买保险

12.6.1 为什么保险在投资之前？

投资圈的悲剧故事里，最常见的版本不是"判断错了方向"——而是"急需用钱被迫在最低点卖出"。导致"急需用钱"的头号原因，不是买房不是结婚，是**重大疾病和意外**。

想象一个场景：你辛苦积累了50万的投资组合，严格执行了定投和资产配置计划。然后一场大病来了，医保报销后自费部分要30万。你的组合恰好处于低位——但你没办法等它反弹，因为手术不能等。你被迫清仓。

这就是"被清出牌桌"最让人心疼的方式——不是因为判断错误，而是因为没有防护。

12.6.2 优先顺序和为什么这样排

以下顺序不是随便排的。它基于一个朴素的逻辑：**损失越大的风险，越优先覆盖。**

优先级	险种	保什么	为什么是这个顺序	年轻单身要不要
第1	百万医疗险	住院医疗费用，保额通常200-400万，有1万免赔额	大病治疗费是第一大财务黑洞。一年几百块就能覆盖几百万的风险	必须
第2	重疾险	确诊合同约定的重大疾病后，一次性赔付一笔钱（和实际医疗花费无关）	弥补因病不能工作期间的收入损失和生活开支。医疗险报销医药费，重疾险给生活费	必须
第3	意外险	意外导致的伤残/身故赔付，以及意外医疗费用	一年一两百块，杠杆极高。年轻人活动范围大，意外风险不可忽视	必须
第4	定期寿险	身故/全残赔付一笔钱给家人	如果你有依赖你收入的人（配偶、孩子、父母），这一项很重要。单身的"一人吃饱全家不饿"暂时可以跳	可选

一张简单的配置地图： - **20多岁单身**：百万医疗险 + 一年期重疾险 + 意外险。一年合计不超过1500元。 - **30多岁已婚有娃**：上述全配。30岁男性50万保额定期寿险（保到60岁）一年约500-800元。 - **40-50岁**：在上述基础上增加保额，重疾险保费会大幅上升（因为年龄越大保费越贵），需要权衡。

最重要的一条：**买保险不要在生病或发现异常之后才去买。** 健康告知是你的责任，隐瞒病史可能导致将来拒赔。如果你已经有一些健康问题，某些保险可能拒保或加费——但仍然值得试，百万医疗险和意外险的核保相对宽松。

本章核心信息就一句话：在中国市场投资，第一个能力不是选股，不是择时，是活下来。识别骗局、远离杠杆、买好保险——这三件事做完，你已经战胜了这个市场上至少一半的人。

[上一章：投资系统](#) | [下一章：工具箱与终身学习](#)

第13章：工具箱与终身学习路径

"投资是一场终身学习。好消息是，你不需要成为专家才能开始赚钱；坏消息是，你永远不能停止学习——因为市场永远不会停止变化。"

2018年，一个朋友问我："我就想买个指数基金放着，需要学什么？"我说你开户买个沪深300ETF就行了。"那为什么还要看那本厚得能砸死人的《投资学》？"

这个问题很好。答案是：**买指数基金只需要10分钟。但在市场大跌30%的时候继续买而不是恐慌卖出，需要的是你对"为什么指数长期向上"这件事有发自内心的理解。** 知识不是在帮你买入的时候起作用——知识是在帮你扛住压力的时候起作用。

本章要做的，是给你一套完整的工具箱和一条清晰的终身学习路径。你不需要一下子掌握所有工具——不同的阶段用不同的工具，看不同的书。先从最简单的开始，在实战中慢慢升级。

13.1 开户与券商选择——你的第一个选择

13.1.1 选券商的标准：佣金只排第三

大多数人选券商的思路是："哪家佣金低去哪家。"这是典型的**在错误维度上优化**。

你真正应该关心的排序是：

优先级	维度	为什么重要	怎么看
第1	系统稳定性	行情刷不出来、下单卡顿、关键时刻登录不上——这些在交易中可能是致命的	在交易高峰时段测试（上午9:30-10:00），看是否有明显延迟或卡顿
第2	产品覆盖度	你以后可能需要买ETF、可转债、国债逆回购、港股通——券商之间能做的业务差别不小	查官网产品列表，确认是否覆盖A股+ETF+可转债+国债逆回购+港股通
第3	佣金费率	每笔交易扣除的费用	股票万1.5-万2.5是目前市场上的合理区间；ETF通常万1以下甚至免5。不要为了极低佣金选择小券商
第4	App体验	你每天打开最多的就是这个App	界面是否清晰、数据是否全、搜索是否快
第5	研究资源	券商App内置的研报、数据、行业分析的质量	看是否有深度报告（不是AI生成的摘要）、行业数据库

13.1.2 按阶段推荐

阶段	推荐思路	具体建议
纯新手（入市0-1年）	选头部大券商 + App体验好。这个阶段你只需要基础的买卖功能和简单的行情查看	华泰（涨乐财富通）、中信建投（蜻蜓点金）、东方财富——三家都是头部券商，App稳定，功能全面
有经验（1-3年）	开始需要更多工具：深度研报、行业数据、技术图表	在上述基础上，增加Wind（如果预算允许）或东方财富Choice数据终端
进阶（3年以上）	需要多市场、多品种、更专业的分析工具	可考虑增加一个专门做港美股或者量化分析的平台

一个提醒：不要为了“最低佣金”去选那些你听都没听过的小券商。券商倒闭虽然少见但不是不可能（想想2004-2005年的券商破产潮），你的钱虽然在三方存管账户里是安全的，但迁移账户是一件麻烦事。

13.2 数据与研究工具——信息食谱的设计

13.2.1 工具矩阵

信息时代最大的讽刺是：信息太多了，反而更难找到真正有用的东西。以下是经过筛选后的一线工具，每一样都告诉你"什么时候用它"和"什么时候别用它"。

工具	最适合做什么	不适合做什么	费用
理杏仁	基本面数据：财务三表、估值指标、财务指标对比、杜邦分析	实时行情、技术分析	年费约300元，物超所值
东方财富	免费的综合信息入口：行情、新闻、公告、基础数据	深度基本面分析（数据深度不够）	免费
集思录	可转债、分级基金、封闭式基金等低风险投资品种的实时数据和讨论	股票分析	基础免费
TradingView	全球市场的技术图表，K线分析	A股基本面数据	基础免费，高级付费
Wind（万得）	中国最全面的金融数据终端，机构标准配置	个人投资者预算难以承受	年费数万元
同花顺iFinD	Wind的替代品，数据和功能稍弱但价格低很多	年费数千元	
雪球	投资者社区：讨论、观点、分析文章	通过讨论来做买卖决策（噪音太大）	免费
中国债券信息网	债券市场的官方数据：利率、收益率曲线	股票分析	免费
国家统计局官网	宏观经济原始数据	快速决策（数据有时滞）	免费

13.2.2 工具的使用心法

理杏仁是你应该最先付费的工具。300块一年的价格，换来的是对任何一只A股公司的财务数据快速、结构化的查看能力。你可以把任意两家公司的财务指标并列对比，可以一键查看杜邦分析拆解，可以看到10年的历史数据。对于学习基本面分析的人来说，这个效率和"手动去翻年报"是天壤之别。

东方财富是免费的，而且对大多数个人投资者来说已经够用。它的优势是全面——行情、新闻、公告、F10资料、研报摘要，一站式覆盖。但它的劣势恰恰也是"全面"——信息太多了，缺乏筛选。你用东方财富的正确姿势是：只看行情、公告、核心财务数据。不要刷它的评论区，不要刷它的"热门股票"推荐。

集思录是国内低风险投资者的"秘密基地"。如果你想深入了解可转债、封闭式基金、套利策略，这个社区是你的必修课。但注意：集思录上的很多策略需要一定的知识门槛，不要看到"低风险"就盲目跟单——先搞懂背后的逻辑。

Wind是金融机构的标配终端，数据覆盖的深度和广度在个人工具中无出其右。但它年费数万元，对个人投资者来说性价比不高。除非你管理着七位数以上的资产，或者投资是你的主要收入来源，否则理杏仁+东方财富+集思录的组合已经足够。

13.3 搭建你自己的研究流程

有了工具，下一步是知道"用工具做什么"。大多数新手的问题是：打开东方财富，看到密密麻麻的数据，不知道从哪里看起。

一个最简单的研究流程（以分析一只ETF或个股为例）：

1. **第一层：这是什么东西？** — 看F10资料：公司/基金的基本信息、主营业务、行业分类。30秒。
2. **第二层：它赚钱吗？** — 看近3-5年的收入、利润趋势。在理杏仁或东方财富F10的"财务分析"里找。关键不是"去年赚了多少钱"，而是"这5年的趋势是向上还是向下"。3分钟。
3. **第三层：它贵不贵？** — 看市盈率(PE)和市净率(PB)，对比它自己的历史水平和同行业水平。如果一个公司的PE是50倍，而同行业平均是20倍——你需要一个很好的理由来解释为什么它值这个溢价。5分钟。
4. **第四层：有什么风险？** — 看最近6个月的公告，有没有重大负面？有没有大股东减持？有没有监管问询？搜索公司名+关键词。5分钟。
5. **第五层：做决定。** — 基于以上，决定买、不买还是继续观察。把理由写进投资日记。2分钟。

整个过程控制在15分钟内。如果你花了超过30分钟还在犹豫——说明你对这个品种的了解还不足以做决定，应该先"不买"，继续学习。

13.4 宏观指标——只看最核心的几个

宏观经济指标量太大了。CPI、PPI、PMI、GDP、M1、M2、社融、工业增加值、固定资产投资、社会消费品零售总额、进出口、外汇储备、LPR、MLF、DR007...你不需要全看。

只看下表中这些——少了不行，多了浪费：

指标	它是关于什么的信号	公布频率	公布时间	哪里看	你该怎么读
CPI（居民消费价格指数）	通胀压力——物价涨了没有	月度	次月9号左右	国家统计局	>3%警惕通胀，<0%警惕通缩。温和的1-2%是健康区间
PMI（采购经理指数）	经济先行指标——制造业在扩张还是收缩	月度	当月最后一天	国家统计局（官方PMI）/ 财新（财新PMI，更偏中小企业）	>50=扩张，<50=收缩。连续3个月的方向比单月数值更重要
社融（社会融资规模）	实体经济融资需求——企业和居民在借钱吗	月度	次月10-15号	央行	社融增速上升=经济活跃度提升。注意看结构：企业中长期贷款增加比短期贷款增加更重要
LPR（贷款市场报价利率）	贷款基准利率——借钱成本变了没有	月度	每月20号	央行	1年期LPR影响企业短期贷款，5年期以上LPR影响房贷。下降=政策宽松，上升=政策收紧
M2（广义货币供应量）	市场上的钱多了还是少了	月度	次月10-15号	央行	M2增速-名义GDP增速≈“多余的钱”，这部分可能推高资产价格
工业增加值	实体经济产出——工厂在转吗	月度	次月15号左右	国家统计局	同比增长率。注意分行业看——你投资的方向和哪个行业相关？

关键心法：每个指标单独看没有太大意义。把这六个指标放在一起看，你会发现它们之间的逻辑勾连——PMI先动，然后是工业增加值，然后是社融，然后是CPI。就像是观察天气变化，你不能只看温度计，要综合温度、气压、风向一起判断。

还有一个更简单的方法：**如果上面这些都让你头疼，你只需要关注一个数字——PMI。** PMI是经济最灵敏的先行指标，它比GDP快3-6个月，比企业利润快1-2个月。PMI连续3个月在50以下，经济大概率在放缓。PMI连续3个月在50以上并走高，经济大概率在回暖。

13.5 在线学习资源——免费的高质量输入

13.5.1 应用和平台

资源	适合人群	为什么推荐	注意
有知有行App	从零开始的投资者	目前国内最好的投资者教育平台，用极度通俗的方式讲清楚投资原理。"投资第一课"系列可以免费看	课程偏向长期价值投资，如果是想学短线交易，这个平台不适合
中国大学MOOC	想系统学习的人	搜索"投资学"（中央财经大学）——和大学课堂完全一样的系统讲授，比你在任何自媒体上看到的都严谨	需要一定的时间和耐心，知识点密集
雪球精选	有基础后想拓展视野	雪球上有非常优秀的个人投资者分享深度分析。关注那些写长文、给数据、说过程的人	避免看短帖和评论区，噪音比信号多得多
Coursera上Yale的Financial Markets	英文能力好，想了解全球视角	诺奖得主罗伯特·席勒亲自讲授，是理解金融市场全貌的经典课程	全英文，需要中等以上英语水平

13.5.2 开源项目——给想动手的人

项目	做什么	适合谁
AI Berkshire	用AI模仿巴菲特的投资决策逻辑，代码和数据开放	对价值投资 + AI交叉感兴趣的人
MoneyPath	个人资产规划和投资组合管理工具	想自己管理资产、做量化分析的技术型投资者
LingTrade	面向中国市场的数据分析和策略回测框架	想做量化策略的技术投资者
FinClaw	金融数据抓取和清洗工具集	需要自定义数据源的投资者

以上开源项目你可能现在用不上——没关系，知道它们的存在就行。随着你的投资技能树慢慢长起来，总有一天你会发现："诶，这个我之前听说过。"

13.6 信息消费的节奏——把"刷信息"变成"周期性工作"

大多数人的信息消费模式是这样的：每天打开无数次炒股App，刷行情、刷新闻、刷评论。这种行为的本质不是"研究"——它是一种**信息零食**，给你的大脑提供不确定性的小剂量刺激，类似于刷短视频。

正确的方式是区分节奏：

频率	做什么	不做什么	时长
每日	扫一眼主要指数（上证、沪深300、你持仓的ETF）。看一眼有没有你持仓股票的重大公告	不频繁刷新行情。不刷评论区。不追涨跌"原因"——媒体编的解释大多是事后归因	2-3分钟
每周	浏览一次市场整体表现。看一下本周公布的重大数据（PMI/LPR/社融等如果本周发布）。记录一次投资日记	不根据一周波动调整仓位。不做"这周涨了所以我对了"的归因	15-30分钟
每月	查看完整的月度宏观数据。计算一次组合的实际收益率。检查一次资产配置比例是否偏离目标。	不因为一个月的数据就推翻策略。不频繁换仓	1-2小时
每季度	深度审视：策略是否仍然有效？假设是否需要调整？行业和宏观环境的长期变化趋势。复盘本季度的所有交易决策	建议找一个周末的半天，关掉手机，安静地做	3-4小时
每年	完整的年度复盘和策略大调整。阅读新的投资书籍。评估自己的风险承受能力和人生阶段是否变化	—	1-2天

一个简单但有效的习惯：**在你的手机主屏幕上只保留一个"主要指数"的Widget，删掉炒股App的图标。** 你需要的时候打开——而不是每次解锁手机都被推送引进去。

13.7 分阶段书单——最好的老师只要几十块钱

以下每一本都是我（或本书参考的作者）亲自读过的。不是从网上抄来的书单。每本书都有读它的理由和时机。

入门阶段（现在就可以开始）

书名	作者	一句话：为什么要读	你读完会得到什么
《小狗钱钱》	博多·舍费尔	最好的理财启蒙书，没有之一。虽然是写给孩子的，但99%的成年人也需要它教的基础概念——储蓄、预算、复利的基本直觉	对"钱"的正确态度和基础理财习惯。一个下午就能读完
《投资中最简单的事》	邱国鹭	中国顶级基金经理用最简单的话讲价值投资。为什么选"便宜的好公司"？在中国市场怎么落地？	一套在中国市场可操作的价值投资框架。朴素但极其有效
《漫步华尔街》	伯顿·马尔基尔	有效市场假说的最佳科普。为什么大多数人跑不赢市场？为什么指数基金是大多数人的最优解？	理解"被动投资"的底层逻辑。这本书会说服你：承认自己不能打败市场，反而是最聪明的选择
《穷查理宝典》	查理·芒格	不是一本投资技巧书——是一本思维方式书。芒格教你用"多元思维模型"看世界，避免被单一视角蒙蔽	一套终身受用的思维方式。你可能不会马上用上，但五年后你会感谢自己读过它

进阶阶段（入市1年以后）

书名	作者	一句话：为什么要读	你读完会得到什么
《聪明的投资者》	本杰明·格雷厄姆	价值投资的开山之作，巴菲特说它"改变了我的人生"。第八章（市场先生）和第二十章（安全边际）是全书精华	两个管用一百年的概念："市场先生"和"安全边际"。读完你会理解为什么情绪是投资者最大的敌人
《投资学》	博迪、凯恩、马库斯	全球商学院使用最多的投资学教材。如果你想读一本"教科书级"的投资书，就是这本	完整的投资知识骨架：风险与收益、资产配置、债券定价、股票估值、衍生品、业绩评估。读完这本书，你能看懂90%的金融文章
《股市真规则》	帕特·多尔西	晨星公司顶尖分析师的行业分析框架。不是泛泛而谈，而是逐个行业拆解：怎么看银行、怎么看消费、怎么看医药	一套可落地的行业分析方法。读完你知道怎么在一小时之内对一家公司做出初步判断

深造阶段（入市3年以上）

书名	作者	一句话：为什么要读	你读完会得到什么
《证券分析》	格雷厄姆和多德	价值投资的"圣经"。如果你想真正弄明白"一只股票到底值多少钱"，这是终极答案	严谨的证券估值方法论。但警告：这本书很厚，很干，读完需要勇气。不是每个人都必须读
《行为金融学》/《"错误"的行为》	理查德·塞勒	诺贝尔经济学奖得主告诉你：人为什么在钱的问题上反复犯错？为什么知道该做什么却做不到？	对自己投资行为的深度理解。读完你会对自己说："原来我之前犯的那个错误，早就在论文里被预测了。"
《更富有、更睿智、更快》	威廉·格林	作者采访了全球几十位顶尖投资者，提炼出他们的共同特质。不是方法——是心态和习惯	看到顶尖投资者的真实生活状态：他们的纪律、耐心、谦逊和独立判断能力

13.8 不推荐的工具和信息源——帮你节省时间

不推荐的"工具"类型：

- **收费荐股群**：无论包装多么高大上（"AI选股""量化模型""大师实战"），收费荐股的模式本身就是利益冲突——他的收入来自你的订阅费，而不是你赚不赚钱。
- **"跟随大佬"交易平台**：看到了某个"高手"的交易记录就跟单。且不说业绩是否真实，即使是真的，他的风险承受能力、资金规模、持有周期和你完全不同，跟单的结果大概率是毁灭性的。
- **杠杆交易平台**：任何鼓励你"以小博大""十倍杠杆"的平台——详见[第12章第4节](#)。

不推荐的"信息源"类型：

- **标题含有"震惊""突发""暴涨""暴跌"的自媒体**：这些创作者的收入来自点击量，不是你的投资绩效。
- **每天发"明日必涨""独家内幕"的博主**：一个真正的投资者不会每天都有"必涨"的判断。如果他真的有稳赚的能力，他不需要在社交媒体上卖你东西。
- **"和我同步买"的短视频**：你不需要和任何人同步买卖。你需要的是独立判断。

记住一个简单的过滤器：**问自己一个问题——"这个信息对我做出更好的投资决策有帮助，还是只是在刺激我的情绪（恐惧/贪婪/焦虑）？"**如果是后者，那是噪音，不是信息。

13.9 一个完整的工作流案例

为了让你看到这些工具在实际中是怎么串联的，这里给出一个真实的月度投研流程（以每月第一个周末为例，约2小时）：

08:30 打开理杏仁 → 查看你关注的ETF或个股的估值数据（PE、PB历史分位）。写下一个数字："沪深300当前PE在历史的XX%分位。"

08:45 打开东方财富 → 查看本月公布的宏观数据（PMI、CPI、社融等——对照13.4节的表格知道查什么）。把每一个指标的方向记下来（上升/下降/持平）。

09:00 打开央行和国家统计局官网 → 找到原始数据或新闻稿, 验证上面的数字。如果可以, 看一遍央行的《货币政策执行报告》摘要（每季度发布）。

09:15 打开集思录 → 如果你在跟踪可转债或低风险品种, 查看相关数据和讨论。

09:30 打开你的投资日记本 → 回答以下问题: - 本月市场大环境是什么状态? ("偏暖""偏冷""不确定") - 我的组合和上月相比, 配置比例偏离了多少? - 本月有触发再平衡的阈值吗? (通常设定为偏离目标5个百分点以上) - 本月有没有情绪化的操作? 如果有, 原因是什么? - 下个月的计划是什么?

09:45 执行操作 → 如果有再平衡的需要, 设置好下周一的开盘买入/卖出订单。如果没有——什么也不做。收工。

这个流程看起来简单, 但如果你每个月都坚持执行, 一年之后, 你收集到的数据、反思和教训, 比99%的散户读到的任何"热点资讯"都更有用。

13.10 工具升级判断——什么时候该花更多钱

工具不应该一步到位。以下是升级信号, 帮你判断"什么时候该投入更多":

你现在用的	升级到	升级信号
免费东方财富	理杏仁（年费约300元）	"我每周都在手动计算公司的财务指标, 太浪费时间了"
理杏仁 + 东方财富	Wind或Choice终端	"我需要批量导出数据做分析、需要行业数据对比、需要实时监控自选列表"
被动接受资讯推送	制定个人研究流程	"我总是被信息淹没, 不知道该看什么不该看什么"
凭感觉做决策	建立投资日记	"赚了不知道为什么赚, 亏了不知道为什么亏"
自己瞎琢磨	系统阅读2-3本书	"我好像懂了但又说不清楚, 判断经常自相矛盾"

核心原则：永远在"痛苦驱动的需求"出现时才升级工具。 如果你没有感受到现有工具的明确瓶颈, 新增的工具只会是"信息过载"的另一个来源。

本章核心信息就一句话：工具是为你的策略服务的, 不是反过来。先用最简单的工具开始, 在实践中发现"我真的需要什么"再去添置——而不是一上来就把所有工具都装好, 最后发现什么都不会用。

[上一章：中国市场的特殊性](#) | [下一章：终章——你的12个月行动路线图](#)

终章：你的12个月行动路线图

"12个月后回到这一章。如果你每一步都照着做了，你已经是这个市场上前10%的理性投资者。不是因为你会了多少——而是因为你有系统、有了纪律、有了记录和复盘的习惯。"

在中国散户群体中，有一个被反复验证的数字：开设证券账户后，超过60%的人在一年内停止交易。不是因为他们亏完了（虽然这也是部分原因），而是因为他们入市之后才发现：**每天盯着盘面很累，信息太多人很焦虑，赚了不知道是能力还是运气，亏了不知道是判断还是情绪。**

他们缺少的不是知识——他们缺少的是一套可以执行的动作序列。

这一章就是你的个人行动手册。拆解到每个月、每一周。如果你读完前面的14万字却不知道明天该做什么——没关系，这一章帮你想好了。

准备：开始之前，和过去的自己对话

第一件事：找一个本子，或者打开一个私密文档。写下你现在的财务状态和想法。记下日期。

你可以只回答这三个问题：

1. 你现在有多少钱？（不用精确到分——大概。包括存款、股票、基金、理财、以及所有你欠别人的钱。）
2. 你为什么要开始投资？（不要写“为了赚钱”——太抽象。具体一点：“我希望5年后能付首付”、“我希望50岁之后不用再为钱工作”、“我希望孩子上大学的时候不需要贷款”。）
3. 你最担心什么？（亏钱？被骗？学不会？家人反对？）

把这份记录收好。12个月后，你会回来找它。

第1个月：打地基

第1周：读完全书

把这本书从头到尾读完。不是那种“看标题、刷重点”的速读——是真正的读。遇到不懂的概念，标出来，记下来，不要跳过。

如果你读到某一章觉得“这和我有什么关系？”——那一章恰好可能是你最需要读的。

第2周：自我诊断

打开[第5章](#)，完成三件事：

1. **填写个人资产负债表：**列出你所有的资产（银行存款、投资、房产——如果你有的话、车等）和所有的负债（信用卡、消费贷、房贷、其他借款）。算出你的净资产。
2. **填写月度现金流量表：**你每个月赚多少？花多少？剩多少？如果你连这个数字都说不清——不要跳过这一步。不知道自己收支的人，永远存不下钱。
3. **风险承受能力自测：**第5章有一套问卷，诚实填完。诚实的意思是：当问到"如果亏20%你会怎么办"时，不要回答你"希望"自己怎么做，而是回想自己过去面对损失时的真实反应。

第3周：打开模拟账户

开户一个模拟交易账户（大多数券商App都有这个功能，不需要一分钱）。用虚拟资金做这三件事：

- 买入10000元的沪深300ETF
- 买入5000元的债券ETF
- 每周看一次，记录账户金额的变化和你的感受

这不是在训练你的交易技术——这是在训练你面对波动时的心理反应。当虚拟账户跌了5%的时候，你是什么感觉？当它涨了10%的时候，你想不想加仓？把这个感觉记在你第1周开的那个本子上。

第4周：搭建信息仪表盘

按照第13章的"信息消费节奏"，搭建你的信息获取框架：

- 下载并注册东方财富或同花顺App（仅用于行情查看）
- 收藏国家统计局和央行的官网
- 下载有知有行App，开始看"投资第一课"
- 明确你的"每日/每周/每月信息消费清单"

本周最重要的任务：写下你的投资目标。"XX年之后，我希望有XX元的净资产，这笔钱将用于XX。"把它写下来，贴在你每天能看到的地方。

第2-3个月：迈出真正第一步

第5周：开设真实账户

开一个真实的证券账户。按照第13章的标准三选一（华泰、中信建投、东方财富都行）。需要准备的材料：身份证、银行卡。

开户过程的身份验证通常需要10-15分钟，线上就能完成。开户完成后，绑定第三方存管银行卡——这意味着你的钱进入了银行的专门账户，券商不能动用。

第6周：第一次买入

这是整个12个月中最重要的一周。

你即将执行人生的第一次真实投资。不管金额多少——哪怕500块也行。选择的品种：宽基指数ETF。最推荐的是**沪深300ETF（代码如510300）**或**中证500ETF（代码如510500）**。

操作步骤：1. 从银行卡转入一笔小额资金到证券账户（建议500-2000元，目的是让你习惯这个操作）2. 搜索ETF代码，进入买入页面 3. 选择"按金额买入"（不是"按数量买入"），输入金额 4. 确认，提交

然后——什么事都不要做。不看盘面，不刷评论，不加仓也不减仓。你完成了。

为什么这是最难的一步？ 因为这一刻，你面对的不仅仅是"要不要买"的技术问题——你面对的是"亏钱了怎么办""我是不是买贵了""别人会怎么看我"这一系列更深层的心理阻力。这不仅仅是一次买入——这是你决定对自己未来负责的一个仪式性动作。

第7-8周：建立投资决策日记

从"第一次买入"这一天开始，建立一个投资决策日记。格式很简单：

日期	动作（买/卖/什么也没做）	为什么这么做（真实原因）	当时的市场情况	当时的情绪
XX月XX日	买入500元沪深300ETF	按计划第一次建仓	沪深300报XXXX点	有点紧张，怕买完就跌
XX月XX日	什么也没做	按计划每月定投，还没到时间	—	看到涨了有点想追，忍住了

记住：这个日记是写给你自己看的。**在这里可以说实话。** 写"看到涨了很想追"比硬撑"我冷静分析认为这是一次价值发现"有价值得多。6个月后你回头翻，你会发现自己在哪些情况下容易冲动——这个自知，值千金。

第9-12周：开始定投 + 持续学习

- 确定一个定投日期（比如每月15号，或者发工资的第二天）
- 每次定投金额固定（比如月收入的10%）
- 每次买同一个品种（沪深300ETF或中证500ETF）
- 定投之前看一次宏观经济指标（PMI、CPI，参考第13章）
- 开始阅读第一本入门书——《小狗钱钱》或《投资中最简单的事》

这个阶段的唯一目标就是：**让纪律建立起来。** 你不应该因为"这周股市跌了"就不投，也不应该因为"涨了很多"就加码。定投的精髓就是——固定时间、固定金额、固定品种，消灭情绪的干扰。

第4-6个月：搭建系统

第13-16周：构建你的核心组合

从单一的沪深300ETF定投，扩展到"核心-卫星"结构。一个最简单的构建方式：

类别	品种	配置比例	作用
核心-中国大盘	沪深300ETF	40%	中国最大300家公司的平均回报
核心-债券	国债ETF或纯债基金	30%	降低组合波动，提供稳定收益
卫星-中国中小盘	中证500ETF	20%	获取中小企业成长性的潜在超额回报
现金储备	国债逆回购或货币基金	10%	应对紧急情况，等待投资机会

根据你的年龄和风险承受能力，调整股债比例。一个经典的粗糙公式：**股票类资产比例 = 100 - 你的年龄**。也就是说，如果你30岁，股票类约70%；如果你50岁，股票类约50%。这个公式不精确，但方向是对的——越年轻，越能承受波动。

第17-20周：执行第一次再平衡

到这个时候，你的组合已经运行了3-4个月。因为不同资产涨跌不同，配置比例必然偏离了初始设定。比如股票涨得好，原来60%的股票仓位可能现在已经变成了70%。

执行第一次再平衡：卖出涨得多的，买入涨得少的（或跌了的），恢复到初始的配置比例。

这件事的心理阻力极大。因为它要求你在"赚得多"的时候卖掉一部分，去买入"表现不好"的品种。这违反了人类本能的追涨杀跌倾向。但如果你理解了资产配置的逻辑——[第9章](#)告诉你，再平衡是长期收益的重要来源——你会更容易执行。

记住：你不是在卖"赚钱的东西"——你是在把偏离的仓位纠正回来。这是纪律，不是判断。

第21-24周：读第一本进阶书 + 复盘日记

翻看你这6个月的投资决策日记。你会惊讶于两件事：

1. 你当时的很多判断现在是错的——预测市场几乎不可能
2. 当市场波动时，你的情绪波动比你想象的大得多

这两件事，是你用6个月的时间和真金白银换来的最珍贵的认知。没有这个经历，读再多书都无法真正理解。

本阶段阅读：《聪明的投资者》（重点读第8章和第20章）或《投资学》（如果精力允许）。

第7-12个月：精益求精

第25-32周：评估是否扩展

到第7个月，你应该对投资的基本动作（定投、持有、再平衡）已经很熟练了。这个时候，你可能会想："我是不是可以买一些行业ETF或者个股了？"

对于大多数人，这个答案应该是"不要"。但如果非要尝试：

- **行业ETF**优先于个股：行业ETF至少能分散个股风险。选择你真正了解的行业——你的职业所在行业是一个很好的起点（做IT行业的优先了解科技ETF，做医疗的优先了解医药ETF）。
- **个股最多占组合的10%**：不是为了赚钱，是为了学习。当你持有一家公司的股票时，你会更认真地研究这家公司的业务、财务和竞争格局——这种学习效果远超任何理财课程。
- **严格设定退出条件**：买入之前就明确"如果我错了，什么时候退出"。如果判断错误而止损出局，把它记录下来——你的每一次亏损，只要留下了记录和反思，就是学费而不是损失。

第33-40周：建立完整的年度再平衡计划

把这个写进日历里：**每年固定日期进行一次彻底的组合复盘和再平衡**。建议在每年12月31日或春节放假前一天——一年结束的时候，也是最有仪式感的时候。

年度复盘的内容：1. 组合今年的实际收益率是多少？和基准对比如何？2. 资产配置偏离了多少？3. 你今年做了多少次交易？其中多少次是计划内的？4. 翻看全年的投资日记——你最大的情绪化操作是哪一次？5. 明年的目标是什么？策略需要调整吗？

第41-48周：读完2-3本书 + 加入社区

本书单中的进阶/深造书单，在你有了一年的实战经历后再读，效果完全不同——你会不断在书中看到"这个我经历过"的段落，那种共鸣比初次阅读强烈十倍。

同时，可以考虑加入一个投资讨论社区。推荐雪球的"雪球精选"或集思录的论坛——但务必记住：[第12章](#)讲过的信息环境问题。在社区中，你的任务是**观察和验证自己的思考**，不是跟单，不是抄作业，不是找一个"老师"替你决策。别人的分析是素材，你的判断是结论——素材不能替代结论。

一年以后：持续进化的节奏

12个月后，如果你坚持做到了以上计划的每一步，你已经具备了以下能力：

- 能独立判断宏观经济的温度（PMI、CPI、社融会告诉你什么）
- 能自主构建和维护一个"核心-卫星"组合
- 有一本记录了至少12个月的投资决策日记可以复盘
- 读过至少4本投资经典著作并有了自己的理解
- 最重要的是：你知道自己知道什么，也知道自己不知道什么——这是所有理性投资者的共同起点

年度仪式

每年固定做三件事：

1. **回顾投资日记**：把这一年的所有日记通读一遍。你犯的错、你的情绪波动、你的判断失误——它们是比较任何书都宝贵的老师。

2. **更新财务诊断：**你的收入、支出、资产、负债发生了哪些变化？（模板在[第15章附录](#)）。人生阶段变了，投资策略也要变。结婚、生娃、买房、换工作——每一个节点都是重新审视策略的时刻。
3. **扩展能力圈：**挑一个你今年没涉及但感兴趣的领域，花一个季度深入了解。比如今年你主要关注A股，明年可以了解债券市场。今年你做纯指数投资，明年可以了解可转债。记住[第4章](#)的忠告：**能力圈的扩展是一个一个砖头加上去的，不是一夜之间圈出来的。**

什么时候考虑更复杂的策略？

以下这些策略，你需要做好基础功之后再考虑——而且大多数人可能一辈子都用不上：

策略	前提条件	大多数人的结论
主动选股	能看懂三大报表，能做行业分析，有足够的跟踪时间	对于有全职工作的人来说，性价比极低
期权/期货等衍生品	深刻理解定价模型，能承受全部本金损失	除非你的职业与此相关，否则不建议碰
量化交易	编程能力 + 数据获取能力 + 回测框架搭建	可以考虑，但应该作为学习和副业，不是主业
海外投资	对外汇、跨境税务、境外市场规则有基本了解	通过QDII基金已经能满足大部分需求

本书六条核心原则——最后的提醒

下面这六条，是这本书14万字最终要传达给你的全部。把它抄在你投资日记的扉页上：

原则一：先防守，再进攻。 保险 > 储蓄 > 投资。不要饿着肚子去打仗。不要带着随时可能清仓的风险去追逐超额收益。

原则二：承认自己不知道。 你无法预测明天的涨跌，下周的涨跌，明年的涨跌。你无法预测哪个行业下一个爆发。你唯一能控制的，是你的资产配置、你的成本、你的情绪。把精力放在能控制的事情上。

原则三：纪律战胜智商。 一个执行不完美的定投计划，胜过一份完美但执行不了的投资策略。长期坚持一个"还行"的策略，好过在各种"最好"的策略之间来回切换。

原则四：时间是朋友，杠杆是敌人。 复利需要时间才能展现出它真正的威力——给它二十年，它会还你一个奇迹。而杠杆会让你在短期波动中被迫离场，连"等二十年"的机会都没有。

原则五：记录、复盘、迭代。 你犯的每一个错误，如果没有被记录下来，就白犯了。你犯的每一个错误，如果被记录下来并且下次避免了，就是你的"学费回本"。

原则六：投资是为了更好地生活，不是相反。 如果你的投资已经让你吃不下饭、睡不着觉、和家人吵架——停下来。没有一笔投资的收益，值得你用健康、家庭和内心的平静来交换。投资的终极目标是自由——包括不因为投资而焦虑的自由。

12个月后，翻回这一章，看看你自己。你还在坚持吗？你的日记写了多少页？你的组合跑赢你自己了吗？你

敢不敢再做一次财务诊断，把这12个月的数字对比一下？

如果你做了——恭喜你。你已经不是去年那个只会储蓄、对投资一知半解的人了。你是一个有系统、有纪律、有自知之明的理性投资者。

欢迎来到这个市场上前10%的行列。路还很长，但你已经在正确的方向上了。

[上一章：工具箱与终身学习](#) | [下一章：附录](#)

附录

A. 关键术语速查

每一个术语后面标注了它在哪一章被详细解释——这是你快速回溯的索引，不是词典。

术语	一句话解释	详见
资产配置	把你的钱按比例分配到不同类型的资产上（股票、债券、现金等），是决定长期收益最重要的事	第9章
再平衡	定期将偏离目标比例的资产组合调回初始比例——卖出涨得多的，买入跌得多的	第9章
定投（DCA）	固定时间、固定金额买入同一品种，用纪律代替择时	第6章
ETF	在交易所买卖的指数基金，像股票一样交易，但持有一篮子资产	第8章
宽基指数	覆盖全市场/全行业的指数，如沪深300、中证500	第6章
复利	利滚利——利息再投资，在时间的作用下产生指数级增长	第1章
有效市场假说	股价已经反映了所有已知信息，所以长期来看很难持续战胜市场	第3章
市场先生	格雷厄姆的著名比喻：市场是一个情绪极不稳定的合伙人，每天报一个买价一个卖价，你可以利用他的情绪，但不要被牵着走	第4章
安全边际	你买入的价格与内在价值之间的差距。差距越大，犯错的容错空间越大	第4章
内在价值	一家公司真正值多少钱——不是股价，而是它未来所有现金流折现到今天	第6章
Beta	你的组合与市场整体的同步性。Beta=1表示和市场同涨同跌	第3章
Alpha	超出市场平均回报的那部分收益——也就是你"战胜市场"的部分	第3章
夏普比率	每承担一单位风险所获得的超额回报。越高越好	第3章
最大回撤	组合从最高点到最低点的最大跌幅。衡量你"最惨能惨到什么程度"	第5章
分散化	不把鸡蛋放在一个篮子里——通过持有不同种类、不同地区的资产来降低非系统性风险	第9章

投资认知训练手册

术语	一句话解释	详见
相关性	两种资产的价格同向波动的程度。相关性低的资产搭配在一起，才能达到真正的分散化	第4章
贴现率	把未来的钱折算成今天价值所使用的利率。未来的100块不等于今天的100块，因为钱有时间价值	第4章
无风险利率	理论上"没有风险"的投资收益率。实践中常以10年期国债收益率作为参考	第7章
信用利差	企业债收益率高于国债收益率的部分，反映了市场对企业违约风险的定价	第7章
久期	债券价格对利率变化的敏感度。久期越长，利率变化对价格影响越大	第7章
收益率曲线	不同期限的债券收益率连成的曲线。正常情况是"越长期限收益率越高"的向上倾斜	第7章
收益率曲线倒挂	短期利率高于长期利率——历史上，这常常是经济衰退的先行信号	第7章
可转债	可以按约定条件转换成股票的债券。股价涨了有进攻性，跌了有债券的保底性（前提是正股不违约）	第12章
国债逆回购	你把钱短期借给持有国债的机构，对方用国债抵押——几乎零风险的短期现金管理工具	第12章
LPR	贷款市场报价利率，银行放贷的定价基准	第13章
社融	社会融资规模，反映实体经济通过金融体系获得了多少钱——衡量经济活跃度的核心指标	第13章
PMI	采购经理指数，通过调查采购经理判断制造业在扩张还是收缩——经济的"最领先"指标	第13章
IPO	首次公开募股——公司第一次把股票卖给公众	第6章
QFII/QDII	QFII是外资进中国A股的渠道，QDII是国内资金投海外的渠道	第12章
T+0 / T+1	T+0指当天买入当天可卖出；A股实行T+1（当天买入，下一个交易日才能卖出）	第12章
前端费用 / 后端费用	买基金时付的申购费，前端在买入时扣，后端在卖出时扣。后端模式持有时间越长费率越低	第8章
		第8章

投资认知训练手册

跟踪误差术语	指数基金的实际表现与它所跟踪的指数之间的偏差。越小越好 一句话解释	详见
幸存者偏差	只看到活下来的成功案例，忽略了大量失败的沉默样本。投资圈最常见的统计陷阱	第10章
锚定效应	人过于依赖最先收到的信息做判断——比如死盯着买入价来判断“赚了还是亏了”，而不是看公司本身值多少	第10章
损失厌恶	人对损失的痛苦感远大于等额收益的快乐感——大约2:1。这是导致“赚一点就跑、亏了死扛”的根源	第10章
确认偏误	人倾向于寻找支持自己已有观点的信息，忽略反对信息。投资中最廉价的自我欺骗方式	第10章

B. 投资决策检查清单

每一次买卖操作之前，打印或默念这份清单。如果任何一项通不过——停下来，至少等待24小时再重新评估。

买入前检查清单

- ☐ 1. 我为什么买这个？把原因写下来。如果不能用三句话以内说清楚，说明你还没有想清楚。
- ☐ 2. 这笔买入是否在我的资产配置框架内？如果买入后导致某一类资产的配置比例严重偏离目标——停下来。（[详见第9章](#)）
- ☐ 3. 我在追涨/跟风/听消息吗？如果买入的理由是“最近大家都在买”“网上有人说要涨”“感觉要涨”——首先排除这个操作。
- ☐ 4. 最坏的情况是什么？我能承受吗？假设明天开始它下跌30%，你的生活会不会受到影响？你的情绪会怎样？你的应对计划是什么？
- ☐ 5. 如果这是定投——今天是定投日吗？金额是计划中的金额吗？不是——为什么偏离计划？
- ☐ 6. 我已经等待了至少24小时吗？冲动决策是投资亏损最大的单一原因。强制冷却期是最简单的风控工具。
- ☐ 7. 我的对手方是谁？为什么他愿意在这个价格卖给我？在每一笔交易中，总有一方是错的。你真的有对方不知道的信息吗？

卖出前检查清单

- ☐ 1. 我为什么卖？写下来。是触发了止损纪律，还是因为资产配置需要再平衡，还是因为“它最近跌/涨了”？
- ☐ 2. 这不只是情绪反应吗？恐惧（跌了想逃）和贪婪（涨了想落袋）都不是卖出理由。

- ☐ 3. 卖出的原因如果只是因为价格变化——我是否在"跌了补跌、涨了追涨"的反面？ 卖出决策应该基于"它不再符合我的投资逻辑"，而不是"它最近表现不好"。
- ☐ 4. 卖出后, 这笔钱去哪里？ 如果没有明确的去向, 只是"持币观望"——你实际上是在做择时。回顾你的择时准确率（大概率不高）。
- ☐ 5. 这笔卖出对税务/费用有影响吗？ 频繁交易产生的佣金和税费是长期收益的隐形杀手。

什么都不做时的检查清单

有时候，最好的操作就是不操作。如果你因为"是不是该买/该卖"而焦虑：

- ☐ 打开你的投资日记，翻到自己写下的投资目标和策略
 - ☐ 问自己：按照既定计划，我现在应该做什么？（不是"我想"做什么）
 - ☐ 如果答案就是"什么都不做"——恭喜你，遵守纪律本身就是一种行动
 - ☐ 做点别的事情——运动、看书、睡觉。24小时后再看
-

C. 个人财务诊断模板

以下模板建议每半年或每年填写一次。用铅笔写可以修改，或者用电子表格。

C.1 个人资产负债表

资产	金额（元）	备注
流动资产		
现金及活期存款		
定期存款		
货币基金（余额宝等）		
股票账户合计		
基金账户合计		
其他理财产品		
固定资产		
房产（当前市场估值）		
车辆（当前市场估值）		
其他贵重资产		
总资产		上面各项加总
负债	金额（元）	利率
住房按揭贷款		
消费贷款		
信用卡欠款		
亲友借款		
其他负债		
总负债		上面各项加总
净资产（总资产 - 总负债）		这个数字比收入更值得你关注

C.2 月度现金流量表

项目	金额（元）	备注
月度收入		
工资（税后）		
奖金/提成（月均值）		
投资收益（月均值）		
其他收入		
月收入合计		
月度支出		
房租/房贷		
餐饮		
交通		
日常购物		
贷款还款（除房贷）		
保险费用（月均值）		
其他固定支出		
月支出合计		
月度结余（收入 - 支出）		如果这个数字是负数，你在"烧钱"。这是红色警报
储蓄率（结余/收入）		20%以上为健康，35%以上为优秀

C.3 风险承受能力自评

问题	你的情况
投资年限	☐ 刚开始 ☐ 1-3年 ☐ 3-5年 ☐ 5-10年 ☐ 10年以上
投资金额占净资产比例	☐ <10% ☐ 10-30% ☐ 30-50% ☐ 50-80% ☐ >80%
如果组合下跌20%，你会？	☐ 恐慌卖出 ☐ 焦虑但不动 ☐ 按计划加仓 ☐ 没感觉
最大的单次亏损经历	金额： <u>元</u> 占当时净资产比例： <u>%</u> 你的反应： <u> </u>
未来3-5年重大支出计划	☐ 买房 ☐ 结婚 ☐ 子女教育 ☐ 创业 ☐ 无
收入稳定性	☐ 非常稳定 ☐ 比较稳定 ☐ 不稳定 ☐ 不确定
对以下说法的看法："我愿意接受更高波动，以换取更高长期收益"	☐ 强烈同意 ☐ 同意 ☐ 中立 ☐ 不同意

分型判断参考：

- **保守型**：资产组合中股票类不超过30%，重仓国债和存款类产品。最大回撤容忍度：<10%。
- **平衡型**：资产组合中股票类30%-60%，搭配债券和现金。最大回撤容忍度：10%-20%。

- **进取型**：资产组合中股票类60%-85%，承受大幅波动。最大回撤容忍度：20%+。

D. 推荐书单（分阶段+一句话原因）

入门：建立正确的金钱观和投资直觉

书名	作者	一句话原因
《小狗钱钱》	博多·舍费尔	三小时读完的理财启蒙书，比你刷一个月的财经视频有用
《投资中最简单的事》	邱国鹭	中国顶级基金经理用最简单的话讲价值投资在中国的落地——便宜买好货
《漫步华尔街》	伯顿·马尔基尔	读完你会明白为什么"承认自己跑不过市场"是最高层次智慧
《穷查理宝典》	查理·芒格	不是讲投资技巧——是讲怎么想问题。芒格的多元思维模型影响了一代最优秀的投资者
《富爸爸穷爸爸》	罗伯特·清崎	虽然有争议，但它对"资产"和"负债"的区分是对理财最直观的启发

进阶：建立系统性的投资知识框架

书名	作者	一句话原因
《聪明的投资者》	本杰明·格雷厄姆	价值投资的圣经。只读第八章和第二十章就已经值回全部阅读时间
《投资学》	博迪/凯恩/马库斯	如果你只读一本教科书，就是它。读完能看懂90%的金融文章
《股市真规则》	帕特·多尔西	晨星顶级分析师的行业分析框架——怎么快速看懂一家公司
《巴菲特致股东的信》	沃伦·巴菲特	原汁原味的巴菲特思考，比任何二手解读都更值得读
《投资中最重要的事》	霍华德·马克斯	橡树资本创始人讲"第二层次思维"——你不是要和别人一样，你要比别人多想一层

深造：理解更深层的逻辑与人性的弱点

书名	作者	一句话原因
《证券分析》	格雷厄姆和多德	如果你想知道“这只股票到底值多少钱”的终极答案——但郑重警告：这是一本很厚的硬书
《“错误”的行为》	理查德·塞勒	诺奖得主告诉你为什么人会在钱的问题上反复犯错——你犯过的每一个错这里都能找到解释
《更富有、更睿智、更快乐》	威廉·格林	采访了几十位全球顶尖投资者后提炼的共同特质——不是方法，是心态
《周期》	霍华德·马克斯	理解市场周期的起伏，学会在贪婪时恐惧，在恐惧时贪婪
《国富论》（选读）	亚当·斯密	理解市场经济底层运作逻辑的经典——不需要读完，但需要知道它在讲什么
《非理性繁荣》	罗伯特·席勒	诺奖得主对泡沫的系统论述——读完你会发现历史上每一次泡沫都遵循着同样的剧本

E. 中国主要宽基ETF一览

以下数据为截至编写时的公开信息，具体费率和规模可能有变化，请以各基金公司最新公告为准。

ETF名称	跟踪指数	代码	管理费率	托管费率	规模(约)	一句话定位
华泰柏瑞沪深300ETF	沪深300	510300	0.50%	0.10%	3000亿+	规模最大的A股宽基ETF，代表中国大盘蓝筹
易方达沪深300ETF	沪深300	510310	0.15%	0.05%	2000亿+	费率最低的沪深300ETF之一
华夏沪深300ETF	沪深300	510330	0.50%	0.10%	1000亿+	老牌沪深300ETF
南方中证500ETF	中证500	510500	0.50%	0.10%	1200亿+	中盘成长股代表，规模和流动性最佳的中证500ETF
华夏中证500ETF	中证500	512500	0.50%	0.10%	400亿+	中证500的第二选择
易方达创业板ETF	创业板指	159915	0.50%	0.10%	500亿+	创业板龙头，波动极大——做好心理准备
华夏科创50ETF	科创50	588000	0.50%	0.10%	600亿+	科创板旗舰ETF，硬科技含量高
南方中证1000ETF	中证1000	512100	0.50%	0.10%	300亿+	小盘股的代表——波动比中证500更大
易方达中证红利ETF	中证红利	515180	0.15%	0.05%	200亿+	高股息策略，适合追求稳定现金流的投资者
华夏恒生ETF	恒生指数	159920	0.60%	0.15%	200亿+	跟踪香港恒生指数，通过港股通机制投资
博时标普500ETF	标普500	513500	0.60%	0.25%	100亿+	QDII基金，跟踪美国标普500指数
广发纳指ETF	纳斯达克100	159941	0.80%	0.25%	100亿+	QDII基金，跟踪美国纳斯达克100指数

选择逻辑（按优先顺序）： 1. **规模和流动性**：规模越大，流动性越好，买卖差价越小。首选百亿以上的ETF。 2. **费率**：同样是沪深300ETF，0.15%和0.50%的费率在长期复利下差距显著。如果两个ETF规模和流动性都类似，选费率低的。 3. **跟踪误差**：查看基金季报中和基准的偏差。好的ETF跟踪误差应该在0.1%以下。

全书的最后一段话：

这本书到这里就结束了，但你的投资之旅才刚刚开始。如果你读完之后只记住一件事——让它是这样：**投资不是一场赌博，不是一夜暴富的捷径，不是靠聪明或者运气。投资是一项可以被学习、被训练、被持续改进的终身技能。像健身一样，你需要系统、需要纪律、需要时间——但回报是真实的。**

祝你好运。更祝你有纪律。

[上一章：终章——你的12个月行动路线图](#)