

最后一笔成交价

导读

市值这个数字，测量的到底是什么，又凭什么被当成财富

新闻里天天有这样的句子："某某身家 4000 亿""首富一夜蒸发 800 亿"。你多半没细想过：那个 4000 亿到底是什么？是一座能推开门、任他搬走的金库吗？如果是，"一夜蒸发 800 亿"又蒸发去了哪儿——他昨天明明什么都没花？

作为一个爱拆东西的人，你应该对这个数字起疑心。它其实是一个乘法算出来的标签，叫 市值（一家公司"值多少钱"的那个总数）：

市值 = 最后一笔成交价 × 全部股份。

关键全在"最后一笔"这四个字上。市场里此刻只有极少一撮股票在成交，人们拿这一小撮的成交价，直接乘以全部股份，外推出一个巨大的数。于是这个数天生有三个毛病：它**不能整体兑现**——真要把全部股份都卖了，价格会先崩掉；它**不等于价值**——它只是此刻的报价，不是这家公司到底值多少；它还**一直在漂移**——同一家公司，情绪、故事、利率一变，它就变，哪怕公司本身一动没动。

这本书用 14 章，把这个数字从头拆到尾：先看它怎么被乘出来，再看它为什么不可兑现、为什么不等于价值、为什么天天漂；然后是首富减持为何全崩、低流通盘怎么被推到荒诞、被动基金如何让报价自我实现、一级市场的估值为何更悬浮；最后落到一个正经问题——既然如此，这个数字到底还有什么用，该怎么正确地看它。不灌公式，只讲它到底怎么运作。

所谓"皆是虚妄"，不是说市值没用、是骗局。它是一场无数人预期的加权投票，能协调资源、能给融资定价，很有用。虚妄的意思只是：别把一张**共识投票的快照**，当成实在的、可兑现的、客观恒定的真实。读完这本书，你不会再被那个千亿数字唬住，但会更懂得怎么用它。

第一章 · 身家千亿，到底是什么意思

你一定见过这样的新闻标题：某某首富**身家一夜蒸发八百亿**。配图往往是一张苦笑或凝重的脸，评论区里有人幸灾乐祸，有人算着"这够我花几辈子"。

我们下意识地把这个数字当成一堆钱——好像有一个巨大的金库，昨天里面躺着一万亿，今天早上一开门，少了八百亿，像被小偷搬走了一样。

但这里有个怪事，值得你停下来想三秒钟：

如果真有八百亿现金消失，那它去哪了？谁捡走了？为什么没人报警？

答案是：**没有任何一分钱移动过**。那八百亿从来就没有以"钱"的形式存在过。它只是一个算出来的数字。而这本书，就是来把这个数字拆开给你看的。

先说清楚那个数字是怎么来的

新闻里说的"身家"，绝大部分不是银行存款，而是市值。

大白话

市值，就是"这家公司现在值多少钱"的一个报价。它的算法简单到让人吃惊：拿公司的**股票总数**，乘以**此刻一股的价格**。就这么一个乘法。

假设有家公司叫"望山科技"（数字都是我编的，只为示意）：它一共发行了 10 亿股，创始人老王一个人握着其中 8 亿股。今天股市里最后一笔成交，是有人用 100 元买了一股。

于是所有财经媒体都会这样算老王的身家：

$8 \text{ 亿股} \times 100 \text{ 元/股} = \mathbf{800 \text{ 亿元}}$

标题就出来了："望山科技创始人身家 800 亿"。听起来他富可敌国。

可这 800 亿，老王一分都花不出去

问题就藏在那个乘法里。请注意：那 100 元 的价格，是**某一股**的成交价——是市场上"最后一笔买卖"谈定的价钱。媒体却把它乘到了老王手里全部 8 亿股 上，仿佛这 8 亿股每一股都能卖到 100 元。

它们卖不到。

大白话

打个比方。假设你们村有一百套一模一样的房子，昨天邻居把他那套卖了一百万。现在你能不能说"我们村每家都有一百万的房子，全村身家一个亿"？纸面上可以这么算。但如果一百户人家**同时**把房子挂出去卖，村里根本没那么多买家，价格立刻就得往下砸。第一套也许还能卖八十万，第十套可能只剩五十万，最后几套甚至没人要。

股票市场也是一样的道理。此刻愿意用 100 元买"望山科技"的人，可能只够买几万股、几十万股。老王要是真想把 8 亿股全变成现金，他得一路往下卖：

- 卖出前面一小撮，价格还撑在 100 元附近；
- 再往下卖，愿意接盘的人越来越少，价格开始滑坡，95、90、80.....
- 市场很快反应过来"大股东在跑"，抛压引发恐慌，价格加速下坠。

等他真把大部分股票出清，成交均价可能只剩 100 元的零头。那 800 亿是账面上的，能装进兜里的，可能连一个零头都不到。

"一夜蒸发"的真相

现在回头看那条"一夜蒸发八百亿"的新闻，你就明白发生了什么。

并不是有钱被搬走了。而是市场里**最后那一笔成交价**变了——从 100 元跌到了比如 60 元。仅仅因为这一个数字变了，媒体的乘法就重算了一遍：

8 亿股 × 60 元 = 480 亿元

800 亿变成 480 亿，差额 320 亿"蒸发"了。可这 320 亿从头到尾只活在一个乘法结果里。它诞生于一次价格上涨，消失于一次价格下跌，**从来没有变成过谁能花的钱**。它像影子的长度：太阳一斜，影子就变，可你从没真正拥有过那段影子。

大白话

说白了：身家不是一笔存款，而是一个**估值**——用当下这一瞬间的市场报价，去给你手里一大堆股票统一贴的价签。报价一动，价签全变，账面财富就跟着涨跌。可你并没有真的多了或少了那么多能用的钱。

越有钱的人，这个数字越"虚"

这里还有个反直觉的地方，越想越有意思。

老王持股 8 亿股，占了公司的八成——他的持股**极度集中**。恰恰是这种"集中"，让他的身家更加不可兑现。因为他但凡想动一点，卖出的量相对市场就是天量，价格立刻塌给他看。**他越是账面上的巨富，就越被这堆股票绑住，越动不了。**

如果不是这样会怎样？设想老王手里只有 100 股，那他随时能按 100 元卖掉，那一万块是真真切切能花的现金。可当数字放大到 8 亿股，"能不能卖得掉"这件事本身，就成了问题。**财富的规模，反过来变成了它无法兑现的原因。**这几乎是一个悖论。

这本书要拆的，就是这个数字

到这里，我只想在你心里钉下一个悬念，先不急着解释全部机制：

那个动辄千亿的"身家"，根本不是一堆能花出去的钱。它只是把**某一个瞬间、某一笔成交的价格**，乘到了全部股票上，算出来的一个数。

这个数字每天在新闻里被当成真金白银来播报，被用来排富豪榜，被用来判断一家公司"值不值"。它有用，甚至非常有用——但它几乎肯定不是你以为的那个意思。

接下来的每一章，我们都会拧开这个数字上的一颗螺丝：

- 那个"最后一笔成交价"凭什么能代表全部股票？（它其实只是**最后一小撮**交易谈出来的价，却被外推到了所有人头上——这是整件事的原罪。）
- 真要卖，市场到底能接得住多少、价格会怎么塌？
- 为什么同一家公司、同样的业务，市值却能天天大幅波动——变的常常不是公司，而是人们的情绪和故事？
- 还有人只靠改动"股票总数"这一个因子，就能悄悄改变市值。

等我们把这些螺丝一颗颗拧开，你再看到"某某身家 XX 亿""首富财富一夜蒸发 XX 亿"这样的标题，会心一笑：你会知道那个数字测量的到底是什么，又凭什么被当成财富——以及，它在哪些地方，根本不是财富。

第二章 · 一个乘法：流通股数 × 最新成交价

上一章我们撞上了一个悖论：首富的"身家千亿"，真去卖，卖不出千亿；账面上的财富，一夜之间能凭空蒸发。这个数字明明写着"千亿"，却不听话，不能当钱花。要搞清楚它为什么这么怪，得先把它拆开——拆到你能看见它的每一个零件。

好消息是：这个数字的零件少得可怜。

市值就是一个乘法

先给市值下个定义。市值，就是市场给一家公司整体定的价，全称"总市场价值"（market capitalization）。听起来很宏大，但它的算法简单到有点侮辱智商：

$$\text{市值} = \text{股数} \times \text{最新成交价}$$

大白话 翻成人话：一家公司被切成了很多份（股），你数一数一共有多少份，再看看最近一份卖了多少钱，两个数一乘，就是市值。

公式里的"股数"故意写得中性——因为"数哪些股"本身就有两种口径：用总股本（公司发行的全部股份）算出来的，叫总市值；用自由流通股（free float，真正能在市场上自由买卖的那部分）算出来的，叫流通市值。新闻里说的"某公司市值多少"，通常指的是全口径的总市值。下面我们就从这个"股数"说起。

没有别的了。不是把公司的厂房、专利、现金、品牌、员工的才华全都估个价加起来——那样太累，也没人这么算日常市值。市场偷了个懒：只做一次乘法。

既然只有两个因子相乘，那"市值为什么这么怪"这个问题，答案必然藏在这两个因子的其中之一里。我们一个一个看。先看左边那个——股数。

第一个因子：到底有多少股？

你以为"数股数"是件没有争议的事？其实这里就已经开始分叉了。

公司发行的全部股份，叫总股本——把公司切成的所有份数，一份不落全算上。但这些股份里，有一大部分是压根不会拿出来卖的：创始人自己攥着的、早期投资人锁定的、公司回购后放在库里的、员工期权还没解禁的……这些股平时不在市场上流动，只是躺在那里。

剩下那些真正能在市场上自由买卖、随时可能易手的股份，叫自由流通股（free float，自由流通盘）。

大白话 打个比方：一家披萨切成 100 块，但老板自己盯着 70 块不许动，只有 30 块摆在柜台上卖。总股本是 100 块，自由流通盘是 30 块。

问题来了：算市值，你用哪个数当股数？

用总股本，还是用自由流通盘？**不同的口径，算出的市值天差地别。**

看个示意的小算例（数字是我编的，图个直观）：某公司总股本 1 亿股，其中创始人和机构锁着 8000 万股不卖，自由流通只有 2000 万股。最新成交价 100 元。

- 按总股本算："全口径"市值 = 1 亿股 × 100 元 = **100 亿**。
- 按自由流通盘算：市值 = 2000 万股 × 100 元 = **20 亿**。

同一家公司，同一个时刻，同一个价格，市值可以是 100 亿，也可以是 20 亿，就看你数哪些股。平时新闻里说的"某公司市值多少"，几乎都是全口径（总股本 × 股价）；而做指数的人往往用自由流通盘来算权重，因为他们关心的是"实际能买到多少"。**口径不是细节，它决定了你说的那个数到底是什么。**

不过，注意一件事：无论用哪个口径，价格都是同一个——100 元。左边这个因子（股数）虽然有含糊，但它至少是个能数清的整数，是公司结构决定的、相对稳定的东西。真正的妖气，不在这边。

第二个因子：什么是"最新成交价"？

现在看右边这个因子。它才是本书剩下十几章要反复围着转的那个主角。

什么是最新成交价？就是这只股票"最近一笔成交的价格"——最后那两个人，一个愿意卖、一个愿意买，他们在某个价格上握了手，成交了。这个价格，就是此刻的"最新成交价"。

交易所里，成交每时每刻都在发生。上一秒有人以 100.0 元成交，下一秒有人以 100.1 元成交，这个数字就被刷新成 100.1。你在行情软件上看到的那个跳动的红绿数字，就是它——**它永远只记录"最后一笔"**，永远是"刚刚那一下"。

大白话 翻成人话：股价不是这只股票"值多少钱"的一个稳定属性，它只是"最近一次有人成交时，用的是什么价"。没人成交，它就不动；一有人成交，它就跳到那笔新价格上。

给个画面：菜市场收摊前，最后一个买菜的人和最后一个卖菜的摊主，为一斤西红柿谈成了 3 块钱。这个"3 块"，就是西红柿此刻的"最新成交价"。它是真实的——那一斤确实以 3 块易手了。

现在，市值这个乘法登场了。它说：既然最后那一斤是 3 块，那整个市场今天所有的西红柿——几千斤——**每一斤都值 3 块**。于是它把 3 块乘以全部斤数，报出一个"西红柿总价值"。

你有没有觉得哪里不对劲？

那最后一斤，是买卖双方在收摊那个特定时刻、特定情绪下、为那特定一斤谈成的价。凭什么假设：如果你真把几千斤全端出来卖，每一斤都能卖到 3 块？前面那些斤，也许早上是 5 块卖的；后面要是你硬塞几千斤进这个小市场，价格可能立刻塌到 1 块。

但市值这个乘法不管这些。它抓起"最后一笔成交价"这一个数，眼睛都不眨地乘到了**全部股份**头上。

诡异从哪儿来？就这五个字

把这一章收一下。我们把"市值"这个唬人的词，拆成了一个小学生都会的乘法：

$$\text{市值} = \text{股数} \times \text{最新成交价}$$

左边那个因子——股数——有口径之争（总股本还是自由流通盘，新闻里通常按总股本报全口径总市值），会让市值数字大不一样，但它本身是可数、可查、相对老实的。

右边那个因子——最新成交价——才是全部诡异的藏身处。它明明只是"最后一撮人、在最后一个瞬间、成交的那一个价"，一个只描述了极小一部分交易的**局部**数字，却被这个乘法不由分说地当成了"每一股都值这个价"的**全局**结论。

从"最后一笔成交价"到"每一股都值这个价"——这中间是一道巨大的跳跃，一次胆大包天的外推。市值那些不听话的怪脾气（不能全卖、一夜蒸发、账面上千亿兜里没几个），根子全在这一跳上。

问题全在"最新成交价"这五个字里。下一章，我们就把它拆开。

第三章 · 边际价格：拿最后一撮的成交价，乘以全部

上一章我们把市值这个数字拆成了一个乘法：**流通股数 × 最新成交价**。左边那个因子老实巴交，就是个数股票的整数；所有的诡异都藏在右边——「最新成交价」这五个字。这一章，我们要把这五个字彻底翻开来看。

翻开之后你会发现一个让人不太舒服的事实：这个价格，是**最后一小撮股票**成交时的价格，而市值却拿它去乘以**全部股份**。一撮的价，全部的量。这就是市值的原罪。

「最新成交价」到底是谁的价

先想清楚一件事：交易所里显示的那个价格，是怎么产生的？它不是谁拍板定的，也不是全体股东投票选的。它就是**刚刚那一笔买卖，双方谈拢的成交价**。有人挂单要卖，有人愿意接，一拍即合，成交，这个价就被记下来，刷新到屏幕上。

关键在于：**那一笔，通常小得可怜**。

我们来算个账。假设某公司总共有 100 亿股，某个交易日相当活跃，全天成交了 5000 万股。听起来不少？换算一下， $5000 \text{ 万} \div 100 \text{ 亿} = \mathbf{0.5\%}$ 。也就是说，这一整天，实际易手的股票只占全部股份的半个百分点。剩下 99.5% 的股票，那天根本没动，安安静静躺在各自股东的账户里，一次都没被交易过。

而收盘那一刻的「最新成交价」，甚至比 0.5% 还要少得多——它只是当天**最后那一笔**成交的价格，可能就几百股、几千股。市值就是拿这最后几千股谈出来的单价，乘到了那 100 亿股的头上。

大白话 翻成人话：一整天里 99.5% 的股票压根没参与交易，是那 0.5% 里的最后一小撮，替所有股票「定了价」。

这是一个「边际价」

给这个价格起个准确的名字：边际价格。「边际」这个词，在这里就是「最后增加的那一点」的意思；**边际价**，就是**最后一笔成交发生时，那一小撮股票的价格**。

它回答的是一个非常局部的问题：「此时此刻，如果我再多买一股、或再多卖一股，大概是什么价？」对这个问题，**边际价**答得很好、很准。市场就是靠它高效运转的。

但市值干了一件偷换概念的事：它把这个只对「再多一点点」成立的价格，**外推**到了全部股份上。外推，就是拿在局部观察到的规律，硬套到整体上去。你在一小段上量出的斜率，假装整条曲线都是这个斜率；你在一个角落看到的情况，假装整个大楼都这样。

大白话 翻成人话：边际价说的是「下一股值多少」，市值却当它是「每一股都值这么多」。这两句话，差了十万八千里。

三个工程师一眼就懂的类比

如果你写过代码、算过工程，下面三个类比会让你瞬间明白这里错在哪。

一、拿一个点的斜率，外推整条曲线

你手里有一条曲线，只在某一点测了它的斜率（斜率=在这一点上，曲线往上翘还是往下沉、翘得多陡）。这个斜率只描述了这一点附近极小的一段。如果你拿它去画整条曲线——「既然这里是往上 45 度，那整条线都往上 45 度」——你会得到一条和真实曲线差得离谱的直线。**边际价就是曲线在「最后一笔」这一点的切线，市值却把整条曲线拉直成了这条切线。**

二、拿边际成本，当平均成本

做过成本核算的都知道，边际成本（多生产最后一件产品，额外花的钱）和平均成本（总花费 ÷ 总件数）根本不是一回事。多印一本书也许只要几块钱的纸墨——这是**边际成本**；但这本书真正的平均成本里还摊着编辑、设计、版权、印厂开机费。谁要是拿「多印一本只要几块」去算「印十万本的总成本」，账会错得一塌糊涂。**市值就是拿「多卖一股的价」去算「卖光所有股的总额」。**

三、拿最后一个像素的颜色，代表整张图

你渲染一张图，读了右下角最后一个像素，它是深蓝色。于是你宣布：这张图价值 = 深蓝 × 全部像素数，整张图就是一片深蓝。可这张图明明是一幅晚霞，红橙黄紫都有，只有角落那一个点碰巧是蓝的。「最新成交价」就是那最后一个像素，市值把它铺满了整块画布。

别误会：边际价没错，错的是外推

这里要说句公道话，免得你把边际价一棍子打死。对「再多买一点、再多卖一点」这件事，**边际价是对的，而且非常有用**。你想现在买 100 股，成交价大概率就在最新成交价附近；你想卖 100 股，也差不多。市场的定价机制正是靠这种「局部准确」才能顺畅运转，让你随时能以一个合理的价格进出一小笔。

边际价唯一不能干的事，是**回答「全部变现」的问题**。「我把手里所有股票、乃至市场上全部股票，都按这个价卖掉，能拿到市值那么多钱吗？」——对这个问题，边际价的答案是完全不成立的。因为你一旦开始大量地卖，你自己就把那条曲线往下压弯了，最后一笔的价格根本撑不住前面每一笔。

大白话 翻成人话：边际价适合回答「下一小步」，不适合回答「全都清仓」。市值偏偏用它回答了后一个问题。

为什么这叫「原罪」

回到本章开头。我们说这是市值的**原罪**，是因为它不是市值偶尔犯的错，而是刻在市值定义里的、与生俱来的缺陷。只要你还用「最新成交价 × 全部股份」这个公式，你就永远在拿一小撮的边际价外推全部。这个错误你躲不掉，它就长在乘法里。

所以「身家千亿」这类说法，本质上是一次外推的产物：把某人持有的巨量股票，按最后那一小撮的成交价，一股不落地折算了一遍。数字算得没错，但它测的是「假如这些股票都能按边际价成交」——而这个假设，恰恰是最靠不住的地方。

那么，如果他真的动手去卖，价格到底会怎么塌、塌多少？这背后有一个更具体的机制：市场在每个价位上，其实只备着**有限的接盘量**。你卖得越多，就得一层层往下够到更便宜的买

家。这一层层「能接多少」的结构，就是下一章的主角。这一章我们只需记住一句话：**市值，是拿最后一撮的成交价，乘以了全部。**

第四章 · 真要卖，价格会崩：流动性与深度

上一章我们把病根找到了：市值是拿"最后一小撮"的成交价，外推到全部股份。你可能会想：外推就外推吧，反正真要卖，也就是拿那个价格去卖，无非麻烦点。

这一章正面回答那个"真要卖"。答案是：**你根本卖不出那个价格**。一卖，价格就往下塌，你卖得越多，塌得越狠。市值不是"暂时不方便兑现"，是天生就兑现不了——这是它的物理性质，不是流程问题。

市场不是一个价格，是一整摞报价

先纠正一个直觉。屏幕上那个跳动的股价，会让你以为"市场"就是一个价格：现在 100 块，你想买就 100 块买，想卖就 100 块卖。

不是的。真实的市场长这样：一堆人挂着"我愿意用某某价买多少股"，另一堆人挂着"我愿意用某某价卖多少股"。这张把所有挂单排好队的表，叫 订单簿（order book：市场上所有想买、想卖的价格和数量，按价格排成的一张表）。

大白话 翻成人话：市场不是一个数字，是一本账。账的上半页写着"求买"的队伍，下半页写着"求卖"的队伍，各自按价格排好。你看到的"股价"，只是这两支队伍碰头那一瞬间成交出来的数字。

队伍是这样排的。想买的人里，出价最高的排最前面（他最急着买，愿意付最多）；想卖的人里，要价最低的排最前面（他最急着卖，肯收最少）。于是账本中间会留一条缝：最高的买价，和最低的卖价，中间差着几分钱。这条缝叫 买卖价差（bid-ask spread：最高买价与最低卖价之间的空隙）。

缝的两侧，每一个价位上到底堆了多少股愿意成交的量，叫 市场深度（depth：每个价位上排着队等成交的股数）。深度决定了这个市场"抗砸"不抗砸——某个价位堆了一百万股，你砸一万股它纹丝不动；只堆了一百股，你砸一万股，这一层瞬间就被你吃穿了。

卖，就是从上往下"吃"买单

关键机制在这里。你卖股票，本质是去**吃别人挂的买单**——而且你必须从出价最高的那一层开始吃，一层吃光了，才轮到下面价格更低的一层。

给你一个我自己编的订单簿，只看"求买"那一侧（真实市场每层的量大得多，这里为了看清楚缩小了）：

想买的队伍（买单，从高到低）	价格	这一层挂着的股数
100 元	500 股	100 元
99 元	1000 股	99 元
98 元	1500 股	98 元
97 元	2000 股	97 元
90 元	3000 股	90 元
...	...	...

现在，市值报价用的"最新成交价"是 100 元。按这个价，你手里 8000 股的账面身家就是 $100 \times 8000 = 80$ 万元。

情形一：你卖 100 股。最上面那层有 500 股在 100 元等着，你 100 股全塞给它，成交均价 100 元，到手正好 10000 元。完美，账面和现实一致。这也正是市值的算法悄悄假设的世界——你要卖的量，比最上面一层的深度还小，价格纹丝不动。

情形二：你卖 8000 股。看会发生什么，你得一层层往下吃：

100 元层：	500 股	$\rightarrow 100 \times 500 = 50,000$ 元	99 元层：	1000 股	$\rightarrow 99 \times 1000 = 99,000$ 元
98 元层：	1500 股	$\rightarrow 98 \times 1500 = 147,000$ 元	97 元层：	2000 股	$\rightarrow 97 \times 2000 = 194,000$ 元
90 元层：	3000 股	$\rightarrow 90 \times 3000 = 270,000$ 元	各层相加：		
$50,000 + 99,000 + 147,000 + 194,000 + 270,000$ 一共卖出 8000 股，实际到手 = 760,000 元					
成交均价 = $760,000 \div 8000 = 95$ 元/股					

你按屏幕上 100 元 $\times$ 8000 股算，以为能拿 80 万。实际到手 76 万（760,000 元）。缺口正好是 $80 \text{ 万} - 76 \text{ 万} = 4 \text{ 万元}$ 凭空蒸发，而且你手里最后那批 3000 股，是以 90 块贱卖掉的。你没做错任何事，是市场的形状就长这样。

情形三：你要卖 100 万股。上面那几层加起来才八千股，对 100 万股连塞牙缝都不够。你会一路吃穿到 80、70、60.....最后可能得用几十块钱一股去清仓，成交均价也许只有报价的一半甚至更低。**越想全部变现，实际到手越少**——这不是夸张，是订单簿的算术必然。

你卖单把价格从 100 一路砸下去的这个下滑，有个名字：价格冲击（price impact，也叫 slippage 滑点：大单在成交过程中自己把价格砸出来的下移）。单子越大，冲击越狠，而且不是线性的——量翻十倍，损失往往不止翻十倍，因为越往下深度越稀。

三个类比，给工程师

如果订单簿还是抽象，换三个角度看同一件事：

- **吃掉一摞从高到低的报价。**买单是一摞卡片，面值从高到低码好。你卖股票就是从最上面那张开始一张张拿走。拿一两张，都是高面值；要拿一大叠，越往下面值越低，你拿到的平均面值必然被压下来。市值犯的错，是假设整摞卡片面值都等于最上面那一张。
- **把水从窄管里挤出去。**流动性好比管子粗细。一点点水（小单）顺畅流出，压力不变；你想一秒钟把一整缸水挤出去（大单），管子太窄，背压飙升——这个背压就是价格冲击。管子的粗细，就是市场深度。
- **拆迁一整条街 vs 卖一套房。**你卖自家一套房，可以慢慢等，成交价接近街坊的市场价。但要在同一时间把整条街几百套房全脱手，买家就那么多，你只能一套比一套便宜地甩，最后几套白菜价。你名下资产的"账面总值"用的是那套样板房的单价，真清盘时根本拿不到。

大白话 翻成人话：小额进出，你是价格的接受者，市场感觉不到你；大额进出，你自己就是把价格推走的那股力量。市值的算法，永远把你当成那个"小到市场感觉不到"的人。

所以"现价 × 全部股数"是个幻觉

把这一章收拢成一句话：市值这个乘法，暗含一个从不写出来的假设——**市场有无限深度、零价格冲击**。也就是说，它假设每一个价位上都堆着用不完的买单，无论你卖多少，价格都停在 100.00 不动。

现实里没有这种市场，一个都没有。任何真实的订单簿，深度都是有限的、越往下越稀的。所以"最新成交价 × 全部股数"能全额兑现，从来只在纸上成立。这就是我们说的第四层病因：流动性（liquidity：你能多快、以多小的价格代价，把资产换成现金）不是无限的，而市值假装它是。你持有的股份越多，这个假装就越离谱。

这里先埋一个钩子：如果连普通人卖八千股都要挨这么一刀，那持有天量股份的大股东一减持，会发生什么？为什么"只卖一点点"就能让整个盘子崩掉？那不是简单的更大冲击，而是会触发别人跟着抛的连锁反应——这个非线性的塌方，我们留到第 9 章专门拆。

眼下你只要记住：账面上那个"身家"，标的是最上面一层卡片的面值；真去兑现，你吃的是整摞。

第五章 · 纸面财富：账上的数字与兜里的钱

账面上的数字，兜里的钱

到这里，前四章已经把那个乘法拆散了： $\text{市值} = \text{流通股数} \times \text{最新成交价}$ ，而最新成交价只是最后一小撮股票的边际价，真要把全部倒出去，价格会塌。这一章我们不再拆乘法，而是问一个更贴身的问题：那个乘出来的大数字，到底算不算你的钱？

先给两个词。纸面财富 (paper wealth)：账户里按当前市价折算出来的身家，还没变成能花的现金。已兑现财富：你真卖掉、真收到、能拿去买房买菜、能转给别人的钱。

大白话 一句话：屏幕上跳的那个数，和银行卡里能刷出去的数，是两回事。

浮盈只是账面上的一次重新标价

假设你手里有 1000 股，今天收盘价 100 块，账户显示 10 万。明天收盘 120，账户显示 12 万。你多出来的这 2 万，来自哪里？

不是有人给了你 2 万。是市场上某两个和你毫不相干的人，用一手成交敲定了 120 这个价，券商拿这个价去乘你的 1000 股，重新标了一遍你的账户。你一股没卖，一分钱没进出，但屏幕上的数字动了。这叫未实现盈亏 (unrealized，浮盈浮亏)——只存在于折算里，没落进兜里。

大白话 就像你家挂牌价涨了 50 万，你没卖，家里没多出一张 50 万的存单。你只是知道了“如果卖，也许能卖这么多”。

只有当你真的挂单、真的成交、钱真的到账，浮盈才变成已实现盈亏 (realized)，才从“账面”跨进“兜里”。这一步的跨越不是自动的，中间隔着第四章那道坎：**你卖的时候，市场还给你现在这个价。**

为什么越集中越虚

这是本章最反直觉、也最要紧的一层。直觉上，持股越多、身家数字越大，应该越有钱、越自由。实际上正相反：**持股越集中、占公司比例越大，那笔账面财富就越动不了。**

回到第四章的深度。市场在每个价位上只接得住有限的量。散户账上 10 万，想全卖，市场眼都不眨就吃下了——你太小，动不了价。但一个占公司 60% 的大股东呢？他的账面身家可能上千亿，可他一伸手就撞上自己制造的墙。

编个数看看。某公司市值 2000 亿，某人持股 60%，账面身家 1200 亿。他想套现，先卖 5%。这 5% 不是一小撮，是压向订单簿的一堵墙，把买盘一层层砸穿——等他卖完，价格可能已经从原价掉到七折。而消息一出，剩下没卖的人也慌了，跟着抛，价格继续往下。结果：他名义上 5% 值 100 亿，真落袋的可能只有六七十亿；而他没卖的那 55%，账面价值也跟着缩水。

大白话 他越想动，盘越塌；他动得越多，自己剩下的那份缩得越狠。想变现，就得亲手砸自己的身家。

这就是**自我参照的诅咒**：小股东的价格是别人定的，与自己无关，说卖就卖；大股东的价格里有一大半是他自己撑着的，他一撤，价格就找不到支点。所以那个 1200 亿，与其说是他的财富，不如说是"只要他一直不卖、市场一直相信、其他人也不集中抛"这些条件同时成立时，才短暂成立的一个数字。**越大，越脆，越动不得。**

社会层面：那千亿不是凭空多出来的钱

再往上看一层。新闻说"某人身家一夜增加一千亿"，很多人下意识觉得：社会里是不是多出了一千亿可花的钱？

没有。那一千亿是"报价 × 份数"重新算了一遍的结果，不是被创造出来的现金。没有新工厂建起来，没有新粮食长出来，没有一张新钞票被印。发生的只是：某几手边际成交把价格抬高了，这个价格被乘到所有股份上，于是很多人账面上的数字同时变大了。

大白话 全体股东的账面财富，可以在一个下午凭空涨几万亿、也可以凭空蒸发几万亿，但世界上真实的房子、机器、人、粮食，一样都没多、一样都没少。

这就是那句“皆是虚妄”的落点。市值这个总量，在市价重估时会呼吸般地胀缩，可它并不对应一堆随时可分配的现金。如果全体股东真同时想把账面财富变现，去争抢社会上那有限的真实商品和现金，价格会立刻崩塌——因为那笔“总财富”从来就没有对应那么多真金白银在等着被兑换。**它是所有人账面数字的加总，不是社会金库里的余额。**

但也别把它当成纯粹的假

说到这儿容易滑到另一个极端：既然是纸面的，是不是就等于零、等于骗局？也不是。账面财富是真的有用，只是它的用法和现金不同。

它能**借钱**。大股东不卖股票，也能拿股票去银行或券商做股权质押（把股票押给对方换一笔贷款，到期还钱赎回，还不上对方就把股票卖掉抵账）。这样他不砸盘就拿到了现金——代价是，一旦股价跌破某条线，对方要求追加抵押或强制卖出（平仓），反而可能引爆第四章那种抛售崩塌。所以质押是“把纸面变现金”的一条捷径，也是一根随行就市的绞索。

它能**慢慢兑现一部分**。大股东做不到一次清仓，但可以用很长时间、小口小口地减持，一点点把账面浮盈换成真现金——只是能换出来的总额，远小于用当前市价乘出来的那个数。

它还能**传递信号**：一个人愿意持有而不抛售，本身就在告诉市场“我看好、我不急着走”，这份信心会影响别人的估值。

大白话 所以账面财富不是假钞，更像一张写着大额、但兑付要看窗口脸色的欠条：能抵押、能慢慢部分兑现、能撑门面，就是不能按票面全额、随时、当场换成现金。

把这一章收成一句：**市值告诉你的是“如果只卖最后一小撮，能卖多少钱”，再乘以全部股份；它从不告诉你“全卖掉，你能拿回多少”**。越集中的人，这两个数字差得越远。记住账面和兜里的这道缝，下一章我们就能接着问：既然市价不等于能兑现的钱，那一家公司到底“值”多少，还有没有别的量法。

第六章 · 市值不等于价值：还有几种「值多少」

市值不等于价值：还有几种「值多少」

到这里，我们已经把市值这个数拆得差不多了：它是「流通股数 × 最新成交价」，它是拿最后一小撮的边际价外推到全部股份，它是一张兑现不了的账单。但前面几章聊的都是同一件事——市值不是**能拿回来的钱**。这一章我要换个方向问：就算不谈能不能兑现，市值等于这家公司的**价值**吗？

答案还是不。而且这次的"不"更有意思。因为一旦你认真去问"这家公司到底值多少钱"，你会发现"**价值**"根本不是一个数字。

大白话 这句话听着像绕口令，但它是本章的全部：你以为世界上有一个客观的"公司真实价值"，市值只是它的近似。其实没有那个东西。"值多少"这个问题，答案取决于你站在谁的角度、为了什么目的去问。换个角度，就是另一个数。

同一栋房子，四个价签

先用房子打个比方，因为它比公司直观。你手上有一栋自建房，问"它值多少钱"，至少有四种完全不同的答法：

- 把房子拆了，砖头、钢筋、门窗当废料卖，还完房贷剩下的钱——这是**地板价**。
- 翻出当年的账本：买地花了多少、盖房花了多少、加起来减去欠款——这是**历史成本**。
- 算它以后每年能收多少房租，一直收下去，把这些未来的租金折回今天加总——这是**赚钱能力**。
- 问一句"现在从零买地、重盖一栋一模一样的要花多少"——这是**另起炉灶的代价**。

四个数往往差好几倍，而且没有哪个是"错"的。它们回答的本来就是四个不同的问题。公司也一样，只是名字换成了会计术语。下面一个个拆。

清算价值：地板价

清算价值（liquidation value）说的是：把公司当场解散，资产一件件卖掉——厂房、设备、库存、专利、现金——卖来的钱先还清所有债务，剩下的归股东。这就是"如果今天关门大吉，股东能分到多少"。

大白话 它是**地板价**视角。因为清算是最不体面的卖法：急着脱手、买家知道你不得选，价格往往被砍到骨折。库存打折甩卖，二手设备没人要，专利贱卖。所以清算价值通常是几种口径里最低的一个。一家还在正常运转、还在赚钱的公司，市值几乎总是远高于清算价值——多出来的那部分，是市场为"它活着、还在赚钱"这件事付的钱。

但反过来，当一家公司的市值**低于**清算价值时，会发生很诡异的事：市场在说"这堆资产拆开卖比合在一起经营更值钱"。历史上真有投资者专门找这种公司，买下来、拆了、卖资产套利。这本身就说明市值和清算价值是两个独立的数，可以各走各的。

账面价值：历史成本

账面价值（book value）是会计账本上算出来的：公司所有资产减去所有负债，剩下的净值。听上去和清算价值很像，其实关键差别在**价格是从哪来的**。

大白话 账面价值用的多半是**历史成本**——资产按当年买入的价格记账，然后每年按规矩折旧减一点。所以它记录的是"过去花了多少钱攒下这些家当"，不是"今天这些家当值多少"。一台十年前花一百万买的机器，账上可能只剩二十万，但它在二手市场也许还能卖三十万，也许早就没人要了——账面价值两头都不管。

这就带来一个著名的错位：像软件公司、品牌公司，最值钱的东西是代码、算法、用户习惯、牌子——这些要么从没花钱"买"过、账上根本不记，要么早被当成费用花掉了。于是它们的账面价值小得可怜，市值却是账面的几十倍。账面价值回答的是"攒了多少家底"，回答不了"这家底能生多少钱"。

现金流折现：未来的赚钱能力

前三种都在看"现在有什么"。现金流折现价值（DCF, discounted cash flow）换了个方向——它看**未来能赚多少**。逻辑很朴素：一家公司值钱，归根到底是因为它以后每年能吐出真金白银。把未来每一年能产生的现金加起来，就是它的价值。

但这里藏着一个必须讲清的东西：未来的钱，不能直接和今天的钱一比一相加。

大白话 为什么？想象我欠你一百块。我今天还，你立刻能用；我说十年后还，你会不乐意——凭什么等十年拿的还是一百？这十年里：一，这钱本可以拿去投资、生利息（**机会成本**）；二，十年后一百块能买的东西变少了（**时间**）；三，谁知道我十年后还在不在、还不还得起（**风险**）。所以"十年后的一百块"，在今天的你眼里，本来就该**打个折**才对。

折现率（discount rate）就是"打几折"的那个比率。它把未来的钱翻译回今天的钱。折现率越高，说明你越等不起、越不信、机会成本越大，未来的钱就折得越狠。比如按每年 10% 折，一年后的 110 块只当今天的 100 块；十年后的钱，要打到今天不到四折。DCF 做的事，就是把公司未来几十年每一年的现金，各自按这个比率折回今天，再全部加起来。

你不用会算，只要抓住两个直觉：第一，**越远的钱越不值钱**，因为折的次数越多；第二，DCF 算出来的数**对折现率极其敏感**。折现率从 8% 挪到 10%，看着才两个百分点，但因为它要一层层作用到几十年的现金上，最后的估值可能直接腰斩。记住这一点，因为下一章讲"市值天天在漂"，主角正是这个折现率——公司没变，只是大家心里那个"打几折"变了，报价就天翻地覆。

重置成本：另起炉灶要花多少

最后一种，重置成本（replacement cost）问的是：如果我现在从零开始，重新造一个一模一样的公司，要花多少钱？把工厂重盖一遍、设备重买一套、团队重招一批、牌子重打一遍、用户重拉一遍——全部按**今天的价**算。

大白话 它是**另起炉灶**的视角，也是一个精明对手会算的账。假设你想进这个行业，摆在面前两条路：花市值把现成的公司买下来，或者花重置成本自己从头造一个。哪个便宜走哪个。所以重置成本给市值划了另一条参照线——如果买现成的比自己造还贵一大截，要么这公司有别人复制不来的东西（垄断、牌照、网络效应），要么就是市值虚高了。

那市值到底是第几种价值？

都不是。这才是本章的钩子。清算价值、账面价值、DCF、重置成本——它们各自从一个角度回答"值多少"，彼此常常差好几倍。而市值不属于它们中的任何一个。

市值是市场此刻的**报价**——是无数买卖双方用真金白银投票，当场投出来的一个数。它不是价值，是"现在有人愿意出的价"。

为了看清差距，编一家公司算给你看。假设一家还在扩张的科技公司：把它拆了甩卖，清算价值 50 亿；会计账本上的账面价值 120 亿；照它未来现金流折现，DCF 算出 800 亿；从零重造一个同样的，重置成本 300 亿。同一家公司，四个口径，从 50 到 800，差了十六倍。那它的市值呢？可能是 600 亿，也可能被市场情绪推到 1500 亿，明年又跌回 400 亿。

大白话 看出来了吗：那四个"价值"是相对稳的锚——它们跟着公司的资产和赚钱能力慢慢变。市值却像一只拴在这些锚附近的船，被风浪推着上下漂，有时贴着某个锚，有时飘出去老远。它围着价值转，但它不是价值本身。

所以"市值等于价值吗"这个问题，问法就错了。价值不是一个数，是一组从不同角度得出的、彼此打架的数；市值则是这组数之外的第五样东西——市场在此时此刻的一次集体报价。它凭什么在那个位置、为什么明天又换个位置，不取决于公司拆了值多少、账上记了多少，而取决于此刻有多少人、抱着什么预期、愿意出什么价。

那这个报价为什么会飘、飘的时候到底在飘什么——公司明明没变，市值却天天翻脸？这就是下一章的事。而"它本质上是一场加权投票"这句话背后的门道，我们留到第 13 章再彻底摊开。

第七章·报价在漂移：情绪、叙事、利率、流动性

接着上一章的落点：市值只是**此刻的报价**，它会围着"价值"漂来漂去。这一章我们要把"漂"这件事拆开，回答一个让所有理工脑子发痒的问题——同一家公司，市值凭什么一天涨 5%、隔天跌 4%？

先做一个笨拙但诚实的对账。昨天到今天，这家公司的厂房还是那些厂房，产线一台没停，员工一个没走，手里的订单一张没少，产品也没突然变好或变坏。**公司这台机器，二十四小时里基本没变**。可它的市值变了几百亿。既然被乘的"公司"没变，那变的一定是别的东西。这一章就是逐个揪出这些"别的东西"。

我把它排成一个滤镜：**你看到的市值 = 公司 × 折现率 × 故事 × 情绪 × 流动性**。公司在最左边、变得最慢；右边那几项每天都在抖。下面一项一项讲，先讲最硬核、也最反直觉的那个。

一、折现率：分母里一个小数，撬动整座大楼

大白话 折现率：把"未来的一笔钱"换算成"今天值多少"时，要打的那个折扣。钱有时间成本，明年的一百块不如今天的一百块，折现率就是这个"不如"到底差多少。它基本跟着**利率**走：利率高，未来的钱就更不值钱。

为什么一家公司"值多少"跟利率有关？因为一家公司的价值，说到底它是未来一年年赚到的现金，全部折回今天再加起来。写成工程师熟悉的式子，某一年赚的 C 折回今天就是：

$$\text{现值} = C / (1 + r)^n$$

r 是折现率， n 是这笔钱在第几年到手。注意分母是**指数**：年份 n 越大， $(1+r)^n$ 越夸张地放大，那笔远期的钱被压得越扁。

现在做个数值实验，你会立刻明白为什么估值能"公司没变、结果暴变"。假设一笔钱在 **20 年后**到手：

- 折现率 $r = 3\%$ 时， $(1.03)^{20} \approx 1.81$ ，这笔钱今天值原来的 **55%**。
- 折现率升到 $r = 5\%$ 时， $(1.05)^{20} \approx 2.65$ ，今天只值 **38%**。

利率只动了两个百分点，一笔 20 年后的钱，现值就砍掉了三成。**公司一分钱都没少赚，只是"把它折回今天"的规则变了。**这就是那句反直觉的话最硬的证据：估值大变，可以完全不因为公司变。

大白话 类比：折现率像贷款利率对月供的作用。房子没变、你的收入没变，可基准利率一动，你能扛得起的总价立刻变了一大截——因为分母变了。

还有一个关键推论，专门解释成长股为什么"利率一咳嗽它就重感冒"。成长股就是那种当下不怎么赚钱、把利润故事都押在很多年以后的公司。它的价值大头堆在 n 很大的远期项里，而远期项恰恰被 $(1+r)^n$ 放大得最狠。所以同样是利率上调，赚钱都在眼前的"现金奶牛"没什么感觉，把钱都摊在十年二十年后的成长股，能一天跌掉两位数。**不是它今年少赚了，是它未来的钱被打得更重的折。**

二、叙事：同一份财报，能卖出两个价

大白话 叙事 (narrative)：市场给一家公司讲的故事——它到底是什么、未来能长成多大。故事不是财报，但故事决定了大家愿意把未来现金 C 想象成多大、想象到多远。

折现率是分母，叙事管的是**分子**——也就是式子里那一串 C 你敢往上填多少、填多少年。这两个一乘，威力巨大。

举个可以自己编的示意。有家公司做一种带芯片的机器，一直被当成"卖硬件的"：市场默认它就是一锤子买卖，卖一台赚一台的差价，天花板看得见。某天它宣布，机器联网了、能持续收订阅费、还攒下了别人没有的数据要做 AI 服务。故事被重讲成了"AI 平台"。

请注意：这一天它的财报**一个数字都没变**，昨天的营收利润就摆在那儿。但市场脑子里那串未来的 C 全被改写了——从"卖一台算一台"改成"客户会一年年续费、还会越滚越大"。分

子被整体抬高、还拉长了年限，市值于是跳一个台阶。**变的不是公司这个月做了什么，是大家对它"能长成什么"的故事换了一个。**反过来，故事一旦被证伪（"平台"没做起来），同一份财报也能被重新打回"硬件厂"的估值，一夜跌回原形。

三、情绪与风险偏好：一起涨、一起跌的那股潮水

大白话 风险偏好：市场此刻的"风险胃口"——大家是敢冒险、还是想躲进安全资产。它像潮汐，涨的时候把所有船一起抬高，退的时候一起搁浅。

前两项还算"讲道理"：折现率和叙事，好歹是对公司未来的某种推算。情绪这一项更原始，是**贪婪与恐惧**本身。当市场"风险胃口"变好，同样一笔遥远又不确定的未来现金，大家愿意为它出更高的价（等于悄悄调低了自己心里的折现率）；胃口一变差，恐惧上来，大家要求更高的补偿，折现率被整体抬高。

它的指纹很好认：**齐涨齐跌**。某天几乎所有股票一起绿、彼此又没什么业务关系，这多半不是每家公司都出事了，而是那股潮水在退——风险偏好整体变了。**公司各不相同，可它们被同一片情绪的海水泡着。**

四、流动性：水多水少，决定水位

大白话 流动性：市场里有多少钱在游动、交易活不活跃。钱多，追着资产跑，水涨船高；钱抽走，一起落。

回忆第 2、3 章那个订单簿：价格是由**边际上那一撮成交**顶出来的。所以场子里有多少钱在抢筹，直接决定这一撮能被顶多高。央行放水、信贷宽松，多出来的钱得找地方去，就把各类资产的报价一起往上垫；一旦抽水、加息，钱变贵变少，同一批边际买盘消失，报价便一起回落。

你会发现流动性和前面几项是勾连的：钱多的时候，折现率被压低、风险胃口变好、连"AI 平台"这种故事都更容易被买单。**它更像放大器——把折现率、故事、情绪的摆动一起放大。**这也是为什么"水位"高的年份什么都涨、水位一降什么都难受。

把四层滤镜合起来看

现在回到开头那个笨拙的对账。市值一天大幅漂移，绝大多数时候，被乘的"公司"没怎么变，变的是它外面这层滤镜：

- **折现率**动了：分母里的 r 一小变，远期的钱被指数级放大或缩小——成长股尤其经不起。
- **故事**换了：同一份财报，未来的 C 被重新想象，分子整体抬高或打回。
- **情绪**转了：风险胃口的潮汐让所有资产齐涨齐跌。
- **流动性**变了：场里的钱多钱少，把上面三样一起放大。

所以，把市值当成一家公司"真实价值的精确读数"，是一种错觉。它每天蹦出来的那个数，是 **公司 × 折现率 × 故事 × 情绪 × 流动性** 之后的结果，你没法从中干净地读出"公司到底值多少"——就像隔着一层会抖的毛玻璃看东西，看到的轮廓一直在晃，而墙那边的东西其实没动。

但请别就此断定市场没用。它测的从来不是"客观真值"，而是 **此刻这么多人愿意成交的共识报价**——一个把无数人的折现率、故事和胆量加权在一起的数字。它天生就该抖，因为共识本来就天天在变。至于这个"加权投票出来的共识"为什么依然极其有用、又为什么不能拿它当真理，我们留到第 13 章专门算这笔账。

第八章 · 改股数就能改市值：回购、增发与拆分

乘法的另一半：股数

前面几章一直在盯"最新成交价"那个因子，因为诡异大半都藏在那里。但市值是个乘法： $\text{股数} \times \text{最新成交价}$ 。既然是乘法，那另一个因子——**股数**——被人动一动，乘积也会跟着变。

问题是：动股数，到底动了什么？是把公司做大了，还是只是把同一块蛋糕重新切了刀？本章把三种最常见的"动股数"逐个拆开——回购、增发、拆股——每一项都问同一个问题：**改变了什么，没改变什么。**

回购：公司花钱买回自己

回购（buyback：公司拿自己账上的现金，从市场上买回自己发行在外的股票，然后注销掉，股数因此变少）。

大白话 你和几个朋友合开一家披萨店，切成 10 块，你占 1 块。店里有笔闲钱，店拿这笔钱从某个想退出的合伙人手里买回了 2 块，撕掉。现在全店只剩 8 块，你那 1 块占的比例，从十分之一变成了八分之一。你手里的纸没变，但它代表的那一份店，变大了。

用整数走一遍。假设一家公司：股数 100 股，每股内在价值先按账面算，公司总价值 1000 元，其中现金 200 元、业务本身 800 元。

回购前：100 股，公司值 1000 元，每股 10 元。

现在公司拿出 200 元现金，按每股 10 元回购并注销 20 股：

回购后：80 股，公司值 800 元（现金没了），每股 10 元。

看清楚了：**每股还是 10 元，一分没涨**。公司总价值从 1000 掉到 800，因为 200 元现金离开了公司。股数少了，但公司也瘦了同样一圈，两边正好抵消。

这就要破一个到处都在传的误解：**回购本身不"创造价值"**。它没有让公司多赚一块钱，没有多卖一张披萨。它做的只是一件事——**把现金还给股东**，并且是还给那些选择卖出的股东；

留下来的股东，手里每股对应的公司份额变大了。这是一次**再分配**，不是一次创造。

大白话 它和分红其实是近亲。分红是把现金按人头直接发；回购是把现金拿去市场上买股票、缩小分母。留下不卖的股东，占比自动上升。都是"把钱还给股东"，只是路径不同。

那回购到底什么时候对留下来的股东有利、什么时候有害？就看一个因子：**回购价，是高于还是低于每股内在价值。**

接着上面的例子。假设这家公司每股内在价值其实是 12 元（市场只肯出 10 元，报价偏低）。公司用 10 元的市价回购，等于用 10 元买回了每股值 12 元的东西——占了卖家便宜，留下来的股东赚了。反过来，如果每股内在只值 8 元，公司却在市场热情、股价冲到 15 元时高价回购，那就是用 15 元买回只值 8 元的东西，是在替卖家埋单、坑了留下来的人。

回购不创造价值，它只在"买得便宜"时把价值从卖出方转移给留下方；买贵了，转移方向就反过来。

顺带说一句现实里的错觉来源：媒体常说"回购推高了每股收益（EPS）"。这话字面没错——利润没变、分母股数变少，每股分到的自然多了。但那是**算术**，不是公司变强了。同一份利润切给更少的股，每股数字当然好看，这跟切披萨切成更少块、每块更大，是同一件事。别把分母变小当成蛋糕变大。

增发：反着来，股数变多

增发（公司新印一批股票卖给投资者，换回现金，发行在外的股数因此变多）。方向正好和回购相反。

还是那家公司，回购前状态：100 股，公司值 1000 元，每股 10 元。现在它按每股 10 元增发 20 股，收进 200 元现金：

增发前：100 股，公司值 1000 元，每股 10 元。

增发后：120 股，公司值 1200 元（多了 200 现金），每股 10 元。

如果发行价刚好等于每股价值，每股还是 10 元，谁也不吃亏——新股东掏 200 元买了 200 元的份额，公平交易。

但这里冒出一个新词：摊薄（dilution：新股一发，原来的股东手里每股占整个公司的比例，被稀释变小了）。

大白话 披萨原本切 10 块你占 1 块，是十分之一。店里为了装修，向外面新来的人卖了 2 块新切出来的披萨、收了钱。现在披萨是 12 块，你还是那 1 块，占比掉到十二分之一。你的比例被“摊薄”了。

摊薄本身不必然是坏事——关键看那笔进来的现金**用得好不好**。分两种情况看：

用得好：公司拿这 200 元去开一条新产线，把它变成了价值 400 元的新业务（钱花得漂亮，200 元的成本创造出 400 元的东西）。公司总价值 = 800（老业务）+ 400（新业务）= 1200，分给 120 股，每股 $1200 / 120 = 10$ 元。原股东每股价值没被稀释，还稳在 10 元——因为多进来的股东出的 200 元现金，被公司用出了 400 元的效果，多创造的那 200 元刚好补上了摊薄。如果这产线更能干、变出 500 元的业务，那老股东每股就 $1300 / 120 \approx 10.83$ 元，不降反升。

用不好：公司增发拿到 200 元，却拿去填窟窿、乱投资，最后这 200 元只剩 50 元的价值。公司总值 = 800 + 50 = 850，分给 120 股，每股 $850 / 120 \approx 7.08$ 元。原股东每股从 10 元变成 7 元出头，这就是纯粹的稀释——多分了人头，蛋糕没跟上，甚至缩水。

增发换来的现金进了公司；用它创造出比其成本更多的价值，摊薄就是划算的；用不好，摊薄就是把原股东的份额白白分给了新人。

所以回购和增发是一对镜像：一个把现金还出去、缩小分母，一个把现金收进来、放大分母。两者都在**动股数**，但都没有直接创造价值——价值的增减，全看现金进出时的**价格**划不划算、以及收进来的钱**用得好不好**。

拆股：把标签撕成两半

如果说回购和增发还牵扯真金白银的进出，那拆股（stock split：把 1 股拆成 N 股，价格同步变成原来的 1/N）就是最纯粹、最能揭穿“市值只是标签”的例子——因为它**连一分钱都**

不进出。

一家公司：股数 100 股，每股 30 元，市值 3000 元。宣布 1 拆 3（1 股变 3 股）：

拆股前：100 股 $\times$ 30 元 = 3000 元。

拆股后：300 股 $\times$ 10 元 = 3000 元。

股数乘以 3，价格除以 3，乘积**纹丝不动**。你原来手里 1 股 30 元的纸，第二天变成 3 张 10 元的纸，加起来还是 30 元。公司没多一个客户、没多一台机器、没多一块钱，业务一模一样。

大白话 你叫了一张披萨，原来切 8 块。你还没吃，老板走过来把每块又对半切了一刀，现在 16 块。披萨还是那张披萨，你的肚子该多饱还是多饱。切的刀数变了，吃到嘴里的东西一点没变。拆股就是多切了几刀。

合股（reverse split，反过来把 N 股并成 1 股、价格乘以 N）是同一枚硬币的另一面：常见于股价太低、想让它“看起来体面点”的公司，把 10 股 1 元并成 1 股 10 元。乘积同样不变，公司同样没变。

这里就是本书标题那句话最干净的证据：拆股前后，**股数变了、价格变了，市值这个乘积完全没变，公司也完全没变**。那这个数字到底测量了什么？它只是把“同一块披萨切成更多小块”这件事，如实记了个账。它是一张**记账标签**，不是公司创造的价值。

可它偏偏引发情绪

吊诡的地方来了：一件在算术上完全等价、公司毫无变化的操作，现实里却常常引发股价的短期波动。宣布拆股，股价有时会往上跳一跳。这不合逻辑——3000 就是 3000，切几刀不改变总数。

那为什么会动？因为动的不是公司，是**人的心理**：

- 低价的每股看着“便宜”、“买得起”，哪怕它代表的公司份额一模一样——这是纯粹的心理错觉，10 元一股和 30 元一股买到的是同一家公司的同一比例。
- 拆股常被当成管理层的**信号**：“我们敢拆，是因为我们看好后面还会涨”，于是引来买盘。信号是真的能影响报价，但它影响的是**情绪和预期**，不是拆股这个动作本身创造了价值。

- 股数变多、单价变低，散户更容易凑整买卖，短期交易更活跃，边际价格更容易被推动。

一次不改变任何基本面的纯记账操作，都能让市值短期抖动——这恰恰反证了：那个数字有多依赖心理，而不是多贴近真实价值。

合起来看

把三件事并排放：

- **回购**——股数变少，现金流出公司；改变的是**份额的再分配**，划不划算看回购价 vs 内在价值。没改变：公司的赚钱能力。
- **增发**——股数变多，现金流入公司；改变的是**股权的摊薄 + 一笔待用的现金**，划不划算看发行价和钱的去向。没改变：现金到手前，公司还是那个公司。
- **拆股/合股**——股数变，价格反向变，现金零进出；改变的是**切法和心理**。没改变：**什么都没改变**，连市值都分毫不动。

这一章的落点，和“最新成交价”那半是一样的：市值这个乘积，从**股数**这一侧也能被人为撬动，但撬起来的，往往是**份额的分配和市场的心理**，不是公司真正创造出来的价值。尤其是拆股，用最干净的一刀证明了——当你改动股数、乘积却纹丝不动时，你才真正看清：市值不过是一张随时可以重新誊写的记账标签。

第九章·首富减持一点点，为什么全崩

第九章·首富减持一点点，为什么全崩

回到本书第一章开头那个画面：某位首富，在公告里说自己要卖掉手里一小部分股票——按持股比例算，也许就百分之一二。消息出来当天，他的股价没跌百分之一二，而是跌了十几个百分点；他名下那笔"千亿身家"，一夜之间蒸发掉一大块。

这看着像是数学出了错。他卖 1% 的量，凭什么让 100% 的股份都掉价，而且掉得远不止 1%？前面八章我们把一颗颗零件拆下来看过了：边际价、订单簿深度、纸面财富、报价漂移。这一章不引入任何新概念，只做一件事——把这些零件按顺序拧到一起，让这台"抛售一点点、全盘崩"的机器当着你的面转一圈。

第一层：他要卖的量，把订单簿一层层吃穿

先复习第三章那个原罪：市值里的"最新成交价"是边际价格——最后成交的那一小撮股票的价格，被拿去乘上了全部股份。它只测量了"最边上那一手值多少钱"，没测量"全部股份能按这个价卖出去"。

再叠上第四章的市场深度——买卖双方在每个价位上，各自堆了多少愿意成交的量。你可以把买盘想成一级一级往下的台阶：100 元这级有一批人愿意接，99 元又有一批，98 元再一批……越往下，接盘的价格越低。

现在关键的比例出场了：首富要卖的这"一点点"，绝对量往往是天文数字。假设一家公司每天正常成交额是几亿，而他要卖的部分值上百亿——这等于一个人一次性倒出市场平时几十天、上百天才能消化的货。他的卖单砸下来，先吃光 100 元这级的买盘，价格滑到 99；再吃光 99 这级，滑到 98……一路往下逐层吃穿。这就是价格冲击（一大笔单子把价格自己推走）。

大白话 说人话：市值那个数字，是拿"卖一手"的价格算的。可他要卖的不是一手，是一座山。山压下去，把下面每一级的接盘垫都压塌，越卖越便宜。光这一层，就已经让"卖 1% 的量"变成"价格跌好几个百分点"了。

第二层：真正的非线性——他一卖，把所有人的预期也一起卖了

如果故事到此为止，那还只是"线性地惨"：卖得多、跌得多，成正比。但现实里的崩盘是**非线性**的——卖 1% 的量，跌远超 1%，而且跌幅像雪崩一样自己加速。多出来的这部分，来自订单簿之外的东西：**别人的脑子**。

想想是谁在卖。是首富，是创始人，是这家公司里最了解内情的人。市场上其余的人立刻会问同一个问题：

"连他都在卖。内部人、最懂这家公司的人都在减持——是不是有什么坏消息，是我们外面人还不知道的？"

这就是**信息效应**（交易这个动作本身泄露了信息，改变了旁人的判断）。注意：他也许什么坏消息都没有，也许只是想买套房、交个税。但市场不读他的心，市场只读他的**动作**。动作是一个信号，而这个信号被默认解读成"知情者在离场"。

信号一旦这么被解读，订单簿本身就开始变形——注意，不再是被卖单吃穿，而是**自己塌陷**：

- 原本挂在下面等着接盘的买单，纷纷**撤单**：既然内部人都跑，我干嘛现在接？我再等等，等更便宜。于是那一级级台阶，人还没走到，台阶自己先抽掉了。
- 原本没打算卖的其他股东，怕自己跑晚了，**抢先挂出卖单**：卖盘凭空涌出来一大批。

你看这个反馈回路：他卖 → 大家怀疑有内幕 → 买盘撤、卖盘涌 → 价格加速下跌 → 下跌本身又"证实"了大家的怀疑（"看，果然在崩"）→ 更多买盘撤、更多卖盘涌。第一层是他一个人往下砸，第二层是所有人一起往下跑。这就是为什么大股东减持、创始人抛售，经常、动辄触发暴跌，跌幅和他实际卖的那点量完全不成比例。

大白话 第一层是"货太多压塌了接盘垫"，物理性的；第二层是"这个卖的动作吓跑了所有人"，心理性的、会自我放大的。真正让股价"全崩"的，是第二层。

第三层：他的账面身家，本来就靠"他不会卖"这个假设撑着

还有更深的一环，把它和第五章接上：为什么他账面上能值千亿？

正因为市场默认**他不会卖**。他手里那一大块股份，被他自己锁住了，等于从流通供给里抽走了。市场上真正换手的，永远只是那一小撮流通盘，边际价就在这一小撮里生成，然后外推到包括他那一大块在内的全部股份。他的千亿身家，是"供给被他锁住、边际价维持在高位"这个假设的产物——第五章说过"越集中越虚"，第十章还会讲供给侧被锁住如何把价格顶上天。

现在他一动手卖，等于亲手**抽掉了那个假设**。他不再是"锁定供给的人"，他变成了"释放供给的人"。支撑高价的那根柱子，是他自己抽走的。价格随之坍塌，而价格一坍塌，他**没卖出去的那部分**股份也跟着一起缩水——因为那些股份的估值，用的还是同一个边际价。

拿个自编的数字走一遍这层反身性。假设他账面有 10 亿股，现价每股 100 元，账面身家 1000 亿。他宣布卖 1 亿股（就 10%）：

- **名义算法**：1 亿股 $\times$ 100 元 = 100 亿到手，卖完还剩 9 亿股 $\times$ 100 元 = 900 亿。加起来账面还是 1000 亿，看着毫发无伤。
- **实际发生的**：这 1 亿股逐层吃穿订单簿、又触发信息效应，均价可能只卖到 60 元，实际到手 60 亿——远小于名义的 100 亿。更要命的是，风波过后边际价停在了 55 元。他没卖的那 9 亿股，现在只值 9 亿 $\times$ 55 = 495 亿。

结账：他动手前账面 1000 亿，动手后是 60 亿现金 + 495 亿账面 = 555 亿。为了套现 60 亿，账面蒸发了 445 亿。他卖了 10% 的量，身家掉了将近一半——而且那没卖的 90%，是被他"卖 10% 这个动作"给砸下去的。

大白话 这就是账面身家的反身性：那个"1000 亿"不是独立于他存在的、可以随便取用的余额。它建立在"他按兵不动"之上。他一伸手去取，取的动作本身就把余额改小了。你没法在不惊动它的前提下测量它——一测，它就变了。

收束：这正是全书那句话的现场演示

把三层叠起来看，第一章的悬念就机制性地解开了：

- 边际价 + 深度：他要卖的量相对每天的盘子是巨大的，逐层吃穿，价格一路下滑；
- 信息效应：他卖这个动作本身泄露了信号，买盘撤、卖盘涌，订单簿自己塌，所以"卖 1% 跌远超 1%"；

- 反身性：他的千亿账面本就靠"他不卖"撑着，他一卖就抽掉了支撑，连没卖的部分一起缩水。

而这一整台机器，说到底是在演示全书那条主线：**"市值 = 账面身家"这个等号，只在没人真去检验它的时候才成立。**它是一张贴在一大堆股份上的标签，标签上的价，是最边上那一手的成交价乘出来的。平时没人去撕它，它就一直显示"千亿"，大家也就当真。可首富一动手卖，就是在**真去检验它**——而这个数字经不起检验，一检验就现原形。

所以那不是数学出了错。恰恰是数学太老实了：市值这个乘法，本来就只保证"最后一笔成交价"这一个数是真实的，从没保证过全部股份能按这个数变现。首富只是不小心当众验了一次货，让所有人看清了标签背后其实没那么多钱。

第十章 · 低流通盘的暴涨：供给侧被锁住时

低流通盘的暴涨：供给侧被锁住时

上一章我们看的是往下砸：大股东想卖，一撮一撮往外抛，价格像踩空的电梯一路往下掉，市值蒸发。这一章我们把片子倒过来放。同样一撮一撮，只不过这次是有人在**买**，而市面上能卖给他的股票少得可怜。你会看到一个更荒诞的画面：一点点买盘，就能把价格顶到天上去，然后市值这个乘法，把这个被顶起来的价，乘到全公司头上。

关键的变量，是一个之前没细讲的东西：到底有多少股，是真能拿出来买卖的。

大部分股票，其实被冻住了

公司的总股本是个大数字，但这个大数字里，很大一块平时根本不动。

自由流通盘（free float）指的是：在总股本里，真正能被自由买卖的那一部分股票。剩下的，被各种理由钉在原地。

- 创始人和管理层手里的股份，他们不会随便卖，卖了还要被市场解读成"老板不看好自己公司"；
- 战略投资者、控股方，长期持有，图的是控制权和分红，不是今天的差价；
- 还有一批股票被限售（也叫锁定期：法律或协议规定的一段时间内，这些股票不许卖）。刚上市的公司、刚参与定增的机构，手里的股票常常要锁一年、三年不等。

大白话

翻成人话：一家公司发了 100 亿股，听起来盘子很大。但可能 70 亿在创始人和大股东兜里不动，20 亿还在锁定期里不许卖，真正在市场上换手的，只有 10 亿股，甚至更少。这剩下的一小撮，才是价格每天实际"称重"的全部砝码。

盘子越小，边际价越好推

现在把第三章那个"边际价格"的原罪，和这个小盘子放在一起，你立刻就明白麻烦在哪。

最新成交价，永远是**最后那一小撮**的成交价。它由供需在边际上碰出来。当能卖的货就那么点，供给侧几乎是一堵墙，那么需求侧稍微多一点点力，价格就会往上蹿——因为没有足够的卖盘来吸收买单，买家只能不断往上抬价，去够订单簿里更高的那些卖单。

这里有个很直观的类比。想象一个小水池和一个大水库，你都往里倒同样一桶水。大水库水位几乎不动，小水池"哗"地就涨一大截。买盘就是那桶水，自由流通盘就是水池的大小。**盘子越小，同样的钱能把价格推得越高。**

然后市值的乘法登场了。它不管你这个价是怎么来的、背后有多少成交量撑着。它只做一件事：把这个被小盘子顶起来的最新成交价，乘以**全部**股份——包括那 70 亿不动的、20 亿锁死的。于是你花了很小一笔钱推高了 2% 的流通盘，账面市值却按 100% 的股本被放大。杠杆大得离谱。

逼空：当供给被锁死，还有人硬买

把这个机制推到极端，就是**逼空**（也叫供给侧挤压：能卖的货被锁死，同时有人集中往里买，价格脱离基本面往上暴涨）。

机制其实很朴素。假设一只股票的流通盘本来就小，又被某方大量买进、攥着不卖，市面上流通的货进一步减少。这时候任何一个还想买入的人——可能是看题材追进来的、可能是之前做空要平仓被迫买回的——都得去抢那点越来越稀薄的卖单。抢的人多，货又不放出来，价格就一路无阻力地往上冲。

大白话 "做空平仓被迫买回"值得单独说一句：有人赌股价会跌，先借股票卖掉，等跌了再买回来还。可万一价格不跌反涨，他为了止损，反而必须在高位买回来。这一买，又成了新的买盘，把价格推得更高，逼得更多空头买回——像滚雪球。这就是"逼空"这个词的由来：空头被逼着往上抬轿。

这种事不必点名具体案例，但它有明显的偏好：刚上市不久的次新股、小盘的题材股、被某方高度控盘的标的，最容易上演。原因就一条——**它们的自由流通盘本来就小，供给侧那堵墙又薄又矮，稍微一推就倒。**

市值管理：撬动边际价的成本，低得诱人

如果说逼空有时是市场自发的踩踏，那么市值管理就是有人主动来做这件事了。

这个词本身是中性的，得拆成两半看。

合法的那一半，叫投资者关系管理：公司如实披露经营情况、开业绩说明会、回购股票、跟分析师和投资者沟通，让市场更准确地理解自己值多少。这是把信息说清楚，让价格更接近真实。

灰色乃至违法的那一半，一直滑到坐庄（用资金优势控制一只股票的筹码和价格，人为操纵它涨跌）。手法通常是：先悄悄把流通盘里的筹码收进来锁住，让市面上能卖的更少；再择时释放利好消息、配合资金拉抬；散户看到涨了追进来，庄家在高位把筹码倒给他们。

为什么**低流通盘**是操纵的温床？把前面的账算一遍就懂了：

- 撬动边际价的**成本低**——盘子小，不需要动用太多钱就能把最新成交价拉上去；
- 账面收益**被放大**——市值按全部股本外推，价格翻倍，庄家手里那堆筹码的账面身家也翻倍，尽管这身家一卖就没；
- 控盘**更容易**——货就那么点，收拢起来不难，收拢之后价格更是自己说了算。

合法与违法的分界，不在于“想不想让股价好看”——每家公司都想。分界在于：你是让信息更透明地反映价值，还是**制造虚假的供需、用资金优势直接操纵那个最新成交价**。前者让价格更真，后者让价格更假。

把标签彻底吹起来

这一章其实是全书那句核心命题最赤裸的一次演出。市值 = 最新成交价 × 全部股份，而最新成交价只是最后一小撮的成交价。前面几章告诉你这个外推天然可疑，这一章告诉你：当那“最后一小撮”的量小到 2%，甚至那个价是被人有意顶起来的，这个外推就彻底悬浮，变成一个跟“能兑现多少”几乎无关的数字。

我们来算一笔自编的账，感受一下量级。假设某公司总股本 100 股，自由流通盘只有 2 股，其余 98 股锁在创始人和限售里不动。现在最新成交价是 10 元，账面市值 1000 元。

有人拿很小一笔钱进来买，把这 2 股里的成交价一路抬到 20 元——翻了一倍。市值的乘法照单全收：账面市值从 1000 元变成 2000 元，凭空多出 1000 元“财富”。

大白话

但这 1000 元的增量，是真的吗？能兑现的只有那 2 股按新价卖掉的钱，也就是最多几十块。而那多出来的账面市值，是把"20 元"这个由 2 股撮出来的价，硬乘到 98 股根本没参与交易、甚至不许交易的股份上。一旦持有人真想把货变现，价格会立刻塌回去——第九章那部电影就会开演。

所以低流通盘的暴涨，是市值这个数字最露骨的时刻：**它测量的从来不是财富的总量，而是把一个边际上的、可能被极少的量甚至被人为顶起的报价，乘以全部股份之后得到的一个外推标签。**盘子越小、锁得越死，这个标签就越轻，轻到一阵买盘就能把它吹上天，也轻到一有人认真兑现就瞬间落地。

下一章我们会看到一个更让人不安的反转：当越来越多的资金不是主动判断、而是按市值被动买入时，这个"最新成交价"甚至会开始自我实现——大的因为大，被买得更大。

第十一章 · 自我实现的报价：指数与被动基金

第十一章 · 自我实现的报价：指数与被动基金

前面几章我们一直在拆"最新成交价"这五个字：它是边际价，是订单簿最上面那一小撮成交，被外推到全部股份上。到这里为止，我们默认这个价还是"有人在判断公司值多少"之后成交出来的——哪怕判断得草率、情绪化、被故事带偏，好歹是个判断。

这一章要讲一种钱，它买股票时**根本不做这个判断**。而正是这种钱，如今已经是市场里最大的一股力量。它一进场，"最新成交价"里就掺进了一味新东西：自我实现。

先认三个词

指数 (index)：一组按规则挑出来的股票的加权组合。比如"美国最大的 500 家公司"就是一条规则，按它挑出来的一篮子股票，加权算出一个总数，就是一条指数。它本来只是个温度计——用来一眼看出"整个市场今天涨了还是跌了"。

被动投资 (passive investing)：不选股，照着某条指数的构成成比例买一整篮子。跟它相对的是"主动投资"——基金经理研究公司、挑他觉得便宜的买。被动投资放弃了挑，它的信条是"我挑不赢，那我就把整个市场买下来"。

市值加权 (market-cap weighting)：最常见的一种加权规则——一只股票在指数里占多大比重，就等于它的市值占这一篮子总市值的比例。市值大的，权重高，被买得多。

大白话 翻成人话：被动基金收了你 100 块钱，它不想"这 100 块买哪只划算"，它只查一张表：篮子里每只股票现在市值占多少，就照这个比例分钱买。苹果占篮子的 7%，你的 100 块里就有 7 块去买苹果——不是因为它觉得苹果值，纯粹因为苹果已经大。

把回路画出来

工程师看到"照市值比例买"这句话，应该立刻警觉：**买入量是价格的函数，而价格又被买入量抬高**。这就是一个反馈回路。我们把它走一圈：

1. 越来越多的钱流进被动指数基金（这是过去二十年真实发生的大迁徙）。
2. 这些钱按当前市值比例买入。市值大的股票，分到的买单最多。
3. 买单多，把价格往上推。
4. 价格上去了，这只股票的市值更大了。
5. 市值更大，它在指数里的**权重**就更高。
6. 下一笔流入进来，照新的权重分钱，于是买它买得**更多**——回到第 3 步。

这就是反身性（reflexivity：本该独立决定价格的因素，反过来又被价格改写，于是自我强化）。用工程师熟的词说，就是**正反馈回路**：输出被接回输入，同号相加，越滚越大。它跟音响的啸叫是同一个数学——麦克风离音箱太近，声音进麦、放大、出音箱、再进麦，几圈之内就尖啸到失控。这里"声音"是价格，"放大器"是每一笔照市值分配的被动流入。

大白话 注意这个回路里没有任何一步在问"公司到底值多少"。第 2 步只看市值占比，第 5 步只看权重，全是机械的。整条链子是自己咬自己尾巴转起来的：大→被买得多→更大→被买得更多。

为什么这让市值更"虚"

回到全书那根主线：市值 = 流通股数 × 最新成交价，全部诡异都藏在最新成交价里。被动资金往这个价里加了什么？

它加进去的这部分买盘，**不携带任何关于公司好坏的信息**。主动投资者买一只股票，好歹是在下注"我认为它被低估了"——这笔交易里含着一条判断，价格因此得到了一点点信息。被动资金买入的理由只有一个："它已经大，所以我按比例得买它。"

于是最新成交价里，慢慢掺进了一大块"因为大所以被买、因为被买所以更大"的成分。这部分跟公司的利润、产品、护城河**没有因果关系**——它只跟"这只股票现在有多大"有关。价格本该是无数人独立判断的浓缩，现在它有一部分变成了对自己的回声。

最能一刀戳穿这层窗户纸的，是**指数成分调整**。指数每隔一段时间会按规则纳入新股、剔除旧股。当一家公司被宣布"即将纳入某大指数"，会发生什么？所有跟踪这条指数的被动基金，都必须在生效日买进这只股票——不买就跟不上指数，那是它们唯一的工作。

结果是：**公司什么都没变**——同一批人、同一批产品、同一份财报——仅仅因为"下周要被指数买了"，消息一出，价格当天就往上跳。反过来，被剔除的公司，业务照旧运转，只因为"要被卖了"，价格就往下砸。这是一个近乎干净的对照实验：基本面这一变量被摀住不动，唯一变的是"指数要不要买它"，而价格应声而动。它把被动资金对价格的纯机械推力，从背景噪音里单独拎了出来给你看。

不过这里得补一句时代分寸，免得你以为这个跳变今天还跟教科书里画的一样大。历史上（尤其九十年代到两千年代），纳入标普 500 这类大指数带来的价格跳变非常明显，是教科书级的自然实验——纳入的股票能应声多涨百分之七八。但近十来年，这个效应已经**明显减弱**：有研究（Greenwood 与 Sammon, 2023）算出，这类异常收益从九十年代的约 7.4% 一路降到二〇一〇年代的约 0.3%-1%，已经在统计上不显著了。原因是套利者太多、都学会了提前埋伏，指数基金家族内部也学会了更聪明地调仓对冲，市场提供流动性的能力也更强了，价格跳变就被磨平了不少。要紧的是：机制本身没变——公司没变、只因要被指数买就动价，这个逻辑照旧成立，只是幅度被市场自己磨小了。它仍然是"因为要被买所以动价"最干净的那个例证，只是别再把它当成一场价格大跳的实验来讲。

大白话 这跟前一章"低流通盘被庄家推高"是同一个病的两种得法。那边是供给被人为锁死，一点买盘就把边际价顶飞；这边是需求变成了机械的、不看基本面的、还随价格自我放大的。两边的共同点是：动价格的力量，跟公司值不值这个价脱了钩。

别把它讲成阴谋

说到这里得赶紧刹一脚，免得你以为被动投资是个坑。恰恰相反：**对绝大多数普通人，被动投资是过去半世纪最好的金融发明之一**。费率极低（不用养一屋子研究员）、天然分散（一篮子几百上千只，不会被一家暴雷带走）、而且长期下来，它跑赢了大多数收费更贵的主动基金。你如果问我普通人该怎么投，答案大概率就是它。这不是反讽，是真心话。

这一章要挑的不是它的毛病，而是它的一个**副作用**：当被动资金大到成为市场主力，它让"最新成交价"里的自我实现成分变多了。市值这个数，越来越像"一屋子人都盯着同一块屏、照同一张市值表分钱"造出来的**共识**，而不是许多人各自独立判断之后的加总。

这个区别要紧。一个由独立判断加总出来的价格，容错性强——有人看多、有人看空，错的会被对面纠正。一个越来越多由"因为大所以买"驱动的价格，正反馈占了上风，它会一起往

一个方向滚，也会在潮水退去时一起往反方向滚。稳的时候特别稳，反转的时候特别猛。

我们先把这个钩子挂在这儿：如果最新成交价里越来越大的一块，是"大家都在看同一块屏"的共识，而不是独立判断的总和——那市值到底是在测量一家公司的价值，还是在测量**一场投票的当前计票**？而且是一场权重严重不均、大票越投越大的投票。这场投票到底是怎么回事，我们留到第十三章"价格是一场加权投票"再拆开。

这一章你只需要记住一件事：市场里最大的一股钱，买股票的理由是"它已经大"。这句话本身，就是一台把大公司推得更大的机器。

第十二章 · 一级市场更虚：一轮融资定出的全公司估值

第十二章 · 一级市场更虚：一轮融资定出的全公司估值

前面几章我们一直在拆公开市场：股票天天有人买卖，市值是“最后一撮成交价 × 全部股份”，够虚了。但至少，那个“最后成交价”背后每天有成千上万笔真金白银的交易在投票。现在我们去一个更极端的地方——公司还没上市，股票不能在市场上自由买卖，这里叫一级市场（primary market，也叫私募股权市场：公司上市前，向风险投资等机构私下融资、股票不公开交易的市场）。

在这里，那个把戏被推到了荒诞的极致：**可能一整轮融资就一个价、就那么两三个买家，定出整个公司值多少钱。**

投后估值：一笔小交易乘以 100%

先看这个数字是怎么算出来的。假设一家创业公司要融资，一家风投谈定：投 1 亿元，换 10% 的股份。

这一笔交易，只买了公司的一小块——10%。但业内会立刻做一个乘法：既然 10% 值 1 亿，那 100% 就值 10 亿。于是对外宣布：**本公司估值 10 亿**。这个数字有个专门的名词，叫投后估值（post-money valuation：一轮融资完成后，用这轮买入的单价 × 公司全部股份，倒推出的整体估值）。

大白话 翻成人话：有人花 1 亿买了你家一个房间，房产中介就宣布你整栋楼值 10 亿——因为那个房间正好是全楼的十分之一。至于剩下九个房间有没有人愿意出这个价，没人问。

你发现问题了吗？这就是第三章那个“边际价 × 全部”的原罪，只不过在这里病得更重。公开市场好歹每天有很多笔成交在校准价格；一级市场这个 10 亿，是**单独一笔交易外推出来的**。买家可能就一两个。这个价格没有第二个人验证过，也没有“明天”来纠正它。它一旦被写进新闻稿，就成了公司的官方身价。

为什么它比公开市场更虚

第一个原因，流动性几乎为零。第四章讲过，市值不可兑现，是因为你真要卖，订单簿深度不够，价格会塌。公开市场至少你还能一点点卖出去，只是价格难看。一级市场呢？**股票根本不能自由卖**。创始人和早期员工手里的股份，没有市场、没有买家、没有挂单的地方。想变现，要么等公司上市，要么等下一轮有人接盘，要么公司被收购。第四章说的深度问题，在这里直接拉满到"深度为零"——你连报价的地方都没有。

所以那个 10 亿，比公开市场的市值还要更"纸面"。它不是"卖不到 10 亿"，而是"根本没有能卖的市场"。

更隐蔽的失真：后边的钱买的不是同一种股票

这是本章最要命、也最少人讲清的一点。请慢慢看。

那家风投投 1 亿拿的 10%，通常**不是**创始人和员工手里那种普通股。它买的是优先股（preferred stock：带一系列保护条款的股票，退出时的权利排在普通股前面）。其中最关键的条款叫清算优先权（liquidation preference：投资人约定的"公司卖掉或清算时，我先把本金拿回来、甚至先拿回几倍，剩下的才轮到大家按比例分"的条款）。

大白话 打个比方：同样是"公司的一股"，投资人那股是"带降落伞的一股"——出事了先保他落地；创始人那股是"没降落伞的一股"。两种股票风险完全不同，凭什么用带降落伞那股的单价，去给没降落伞的那股定价？

用一个数字看清楚这有多离谱。回到刚才：投 1 亿拿 10%，号称估值 10 亿。假设风投拿的是 1 倍清算优先权。现在公司没做成，最后被贱卖，只卖了 2 亿。

- 风投先行使清算优先权，把 1 亿本金拿回去（甚至可能约定拿更多）。
- 剩下 1 亿，才轮到剩下 90% 的普通股来分。
- 也就是说，占 90% 的创始人和员工，一共分 1 亿——而占 10% 的投资人拿 1 亿。

所谓"公司值 10 亿、创始人身家 9 亿（ $90\% \times 10$ 亿）"，在真实退出时化成了 1 亿。**普通股的每股价值，远远低于用优先股单价乘出来的那个数**。那个 10 亿估值里，创始人和员工

手上的普通股，其实不值按比例算出来的钱——因为他们持有的是排在后面、没有保护的那一种。用优先股的单价 × 全部股份，系统性地高估了普通股。

大白话再说白一点：新闻里的"独角兽估值 10 亿"，是拿"最贵、带最多保护的那一小撮股票"的单价，去给"最便宜、最没保护的一大堆股票"贴的标签。标签和实物，压根不是一个东西。

独角兽：一个双方都想吹大的数字

估值超过 10 亿美元的未上市公司，有个好听的名字叫独角兽（unicorn：估值超 10 亿美元、尚未上市的私营公司）。这个词本身就说明，这类公司本该很稀少——现在却满地跑，为什么？

因为定这个数字的双方，都有动机把它往大了做。这是理解虚高的钥匙：**看清激励，就看清了结果。**

- 公司要光环。估值 10 亿的公司，招人、谈客户、上媒体、下一轮再融资，都更有底气。数字越大，故事越响。
- 投资人要账面浮盈。他投进去那天，账上就可以按新估值把手里的股份记成"已经赚了"。这叫账面回报（还没变现的浮盈）。基金拿这个去向自己的出资人交代业绩、募下一期钱，同样希望数字漂亮。

于是双方可以合谋：投资人愿意接受一个高估值，但作为交换，往协议里塞更多保护条款（更高的清算优先权、防稀释条款等）。**公司拿到了想要的大数字，投资人拿到了下行保护。**表面上估值涨了，实际上那多出来的估值，是用普通股持有人的权益换来的——创始人和员工在不知不觉中，把自己那份的含金量又稀释了一层。

最关键的是：**这个数字几乎无人能真正检验。**公开市场每天开盘，成千上万人用钱投票，错得离谱的价格会被套利者、做空者、抛售者纠偏。一级市场没有这个机制——没有天天开盘，没有做空，没有第二个报价。那个 10 亿写在那儿，可以好几年没人能证伪，直到公司上市、被收购或倒闭那一刻，真相才结算。到那时人们常常发现，独角兽是头驴。

收束：把标签本质暴露到极致

这本书的主线是一句话：市值/估值只是个标签，是"边际价 × 全部份数"这个乘法游戏的产物。一级市场，是这个游戏最纯粹、最赤裸的形态。

你把它和前面几章叠起来看：

- 它用的是一**小笔**交易的价（第三章的边际外推，推到只剩一个数据点）；
- 这个价**无法兑现**（第四、五章的流动性与纸面财富，深度直接归零）；
- 而且这个价买的**还是带优先权的另一种股票**（本章新增的失真，连"同股"这个前提都不成立）。

三重虚叠在一起，去标记整个公司的身价。所以如果你想向一个人解释"为什么市值只是个标签，不是能花的钱、也不是公司的真实价值"，最好的例子不是苹果、不是茅台，而是一家刚融完一轮、创始人"身家几十亿"、账上却快没钱发工资的独角兽。

它把整本书想说的话，用最极端的方式说清楚了：**用一小笔、带保护、根本无法兑现的成交价，去乘以全部股份——你得到的从来不是财富，只是一个被所有人默契维护的数字。**

第十三章 · 价格是一场加权投票：共识与叙事

第十三章 · 价格是一场加权投票：共识与叙事

前面十二章，我们像拆机器一样把市值拆到了螺丝：一个乘法、一个边际价、一层流动性、一堆能被人拨动的旋钮。现在到了倒数第二章，该问一个更底的问题了——**那个被乘进去的"最新成交价"，它到底是个什么东西？**不是它怎么算出来的，而是它本质上属于哪一类事物。这一章我想给你一个答案：它是一场投票的当前计票结果。

价格是一场加权投票

先立一个词。加权投票，说的是：市场里每一个买家和卖家，都在用真金白银给一个价格投票，而**你这一票的权重，等于你押上了多少钱**。

大白话和"一人一票"完全不是一回事。选举里，比尔·盖茨和你都是一票。但在市场里，盖茨拿十亿去买，你拿一千去买，他那一票的分量是你的一百万倍。钱多的人，票重。

这个视角一下子解释了很多怪事。为什么股价能被大资金推着走？因为投票是按钱算权重的，大钱就是大票。为什么散户"觉得该涨"却涨不动？因为觉得没用，觉得不占权重，**只有真的下单、真的成交，那一票才被计入**。绝大多数人心里的估价——包括所有觉得贵得没买、觉得便宜得没卖的人——统统不进计票箱。市场只统计动了钱的那一小撮人。

所以"最新成交价"这五个字，翻成人话就是：**此刻这场加权投票的当前计票结果，而且只数了刚刚真的成交的那几票**。它是一张一直在刷新的实时票数，不是一块刻好的石碑。

共识：不是大家意见一致，而是两个反对者握了手

这里要拆掉一个几乎人人都有的误解。很多人以为，价格 100 块，意思是"大家都认为它值 100 块"。**恰恰相反**。

我们用市场里的第二个词。共识（consensus）在这里不是"意见一致"，而是买卖双方在某个价位上，达成的一个暂时的成交默契。

大白话

想想一笔成交是怎么发生的：一个卖家愿意在 100 块出手，一个买家愿意在 100 块接盘。卖的那个人心里想的是"这玩意儿也就值这么多了，赶紧脱手"；买的那个人心里想的是"这价儿真便宜，我看还得涨"。**成交的这一瞬间，是一个"觉得高"的人和一个人"觉得低"的人配对成功。**

所以每一根 K 线上跳动的价格，背后从来不是一群人点头，而是**两股相反的力量在此刻的平衡点**：想卖的压力和想买的拉力。价格上去，是买的力量暂时压过卖的；价格下来，是卖的力量暂时压过买的。它是一根被两边拔河绷紧的绳子，绳结所在的位置就是价格。

这就是为什么"共识"这个词容易骗人。它听起来像"大家都同意"，其实是"分歧刚好在这个点上抵消了"。**没有分歧就没有成交**——如果所有人都真心认为它值 100，那没人会卖也没人会买，市场直接冻住。价格恰恰是分歧的产物，不是一致的产物。

叙事：人们投的不是"现在值多少"，而是"别人接下来会怎么猜"

那这些人，是照着什么在投票？照着**叙事**（narrative）——关于这家公司、这个资产，未来会变成什么样的一个故事。你买一只股票，买的从来不是它此刻的桌椅厂房，而是你脑子里那个"它三年后会怎样"的故事。故事变了，你的出价就变了，公司一个螺丝都没动。

但这里有个更绕、也更关键的层次。**你投的其实不是你自己信的故事，而是你猜别人接下来会信的故事。**

这就到了本章最想讲透的一个东西，经济学家凯恩斯的**选美博弈**（Keynesian beauty contest）。

大白话

凯恩斯设想过一个报纸比赛：登出一百张脸，让读者投票选最美的六张。规则是——猜中"最终得票最多的那几张"的人得奖。**注意，不是选你觉得最美的。**如果你按自己的审美投，多半白搭。聪明的做法是：别投我喜欢的，投我觉得大家会喜欢的。可问题在于，别人也都这么想。于是你还得再进一层：投我觉得"大家觉得大家会喜欢的"。层层套下去，没有底。

股价就是这么定出来的。你买一只股票，很少是因为你笃信它伟大，更多是因为你判断"接下来会有一群人也这么想，把价格抬上去，我好在他们之上卖掉"。你在猜别人的猜测。而别人

也在猜你的猜测。**价格于是变成一座用"对别人预期的预期"层层垒起来的塔**——预期的预期的预期。

给理工背景的你一个精确点的说法：这是一个**没有稳定不动点、还带正反馈的递归**。每个人的最优策略都依赖于所有其他人的策略，而所有人又都在同时重算。它不收敛到"公司的真实价值"那个客观解上，它收敛到"这群人此刻对彼此的猜测碰巧对齐的地方"。故事一变，对齐点就整体挪位——这就是为什么价格能在基本面纹丝不动时暴涨暴跌。

为什么它有用，又为什么不是真实

讲到这，你可能觉得：那这数字岂不是纯粹的心理泡沫？不。它是人类目前协调资源最强的信息机器之一，甚至难以替代。

打个你熟的比方。这场加权投票，很像一个分布式共识（distributed consensus：一大堆各自独立的节点，通过某种规则不断对"当前状态"达成一致）系统，或者说一个不停被刷新的预言机（oracle：给系统喂入外部世界数值的组件）。

大白话 全世界几百万人，各自掌握着一小块信息——这家的订单、那家的裁员、某国的政策、某条产业链的风声。谁也没有全貌。但每个人把自己那点判断押上钱、投进市场，价格就把这几百万份零碎的信息、判断、情绪，**压缩成了一个数**。资本看着这个数决定往哪流，公司看着这个数决定怎么融资、值不值得扩产。没有它，我们没有任何别的办法把这么多分散的判断汇总成一个可执行的信号。这就是它不可替代的地方。

但请死死记住预言机那个比方的后半句：**喂给这台机器的，是预期，不是事实**。它吐出的共识数字，测的从来不是某个客观的、埋在公司地底下的"真实价值"，而是——此刻这群下了注的人，对彼此故事的猜测，暂时对齐在了哪个点。

于是市值的虚妄是**双重**的。第一重：那个价格本身，只是一场投票的快照、一个共识的瞬时读数，不是真实。第二重：市值 = 这个快照 × 全部份数，又把"最后一小撮人押注出的边际价"外推到了每一股身上（这正是前面几章反复钉的原罪）。一层虚，乘一层虚。

这就回到了贯穿全书的那颗种子：**皆是虚妄**。要小心，"虚妄"不是说它没用——它极其有用。虚妄指的是另一件事：**把一场共识投票的快照，误当成了可兑现的、客观的、恒定的真实**。它其实是"暂时的、主观加权的、随故事流动的"，你却把它当成"永久的、客观的、板上

钉钉的"。有用和真实，是两码事；一个数可以极其有用，同时一点也不真实。分清这两者，就是最后一章要教你的事。

第十四章 · 正确地使用一个虚妄的数字

第十四章 · 正确地使用一个虚妄的数字

走到这里，我们已经把"市值"这台机器拆到只剩螺丝。现在把螺丝重新拧回去——但这次，你知道每一颗螺丝是干什么的了。

先用一句话回收全书：**市值 = 最后一笔成交价 × 全部股份**。就这么一个乘法，藏着全书所有诡异。那个"最后一笔成交价"，是边际价——只是最后一小撮想买想卖的人谈拢的价格，却被外推到每一股头上。于是我们看到了这些后果，它们全是同一件事的不同侧面：真要卖，深度撑不住，价格会崩（卖不光）；账面上的数字不是兜里的钱（纸面财富）；报价不等于价值（还有清算价、现金流折现好几把尺子）；同一家公司市值天天变，变的常常是折现率、情绪和故事，而不是公司；改一下股数（回购、增发、拆分）就能改市值；流通盘一锁死，边际价就能被轻轻推到荒诞；被动资金照市值买入，让"最新成交价"变成自我实现的循环；一级市场把一小笔融资的单价乘以全公司，比公开市场更悬浮；而大股东只要一动，整个大厦就晃。

所有这些箭头，都指向同一句话：**市值是一场加权投票的快照，再乘以份数——它不是可兑现、可客观、恒定不变的真实财富。**

但别急着把它扔进垃圾桶

看破一个数字的虚，最容易滑进另一个坑：虚无主义。"既然市值全是纸面的、会漂移的、能被操纵的，那它就是假的，别看它。"——这是错的，而且错得离谱。分寸恰恰在这里：**知道它是什么、不是什么，你才能正确地用它；而不是干脆不用它。**

市值其实是人类造出来的、极强的一台信息与协调机器。它至少干这么几件真实且重要的事：

- **给融资定价。**一家公司要增发新股换钱，按什么价发？就按市场此刻的报价。没有这个数字，融资就得一单一单地讨价还价，慢到窒息。
- **给并购换股定比例。**A 公司收购 B 公司，用几股 A 换一股 B？两边的市值给了一个双方都能接受的、公开的换算尺。

- **把资本引向被看好的地方。**市值高，意味着融资便宜、扩张容易。市场用这个信号，把钱推向它**预期**回报高的方向。预期可能错，但这个引导机制本身是真的在工作。
- **给管理层和员工一块计分板。**期权、股权激励，靠的就是这个数字涨。它把"公司未来"和"我口袋"绑在一起——绑得对不对另说，但激励是真的。
- **给投资者流动性和纠错。**你能随时按接近报价的价格买进卖出（只要盘子够深），而且当公司变烂，价格会下跌，逼管理层改。这是市场的免疫系统。

这些用途，没有一个是假的。市值虚，虚的是"它=真实财富"这个误读；它的**协调功能**一点都不虚。类比一下：温度计上的读数，不是"热"这个东西本身，你不能把 37 度装进瓶子。但没人因此说温度计没用——你只是别把刻度当成实体，然后照样拿它看病、调空调、烤面包。市值就是这么一支温度计。

一份正确使用手册

下面是可以直接带走的操作清单。每一条都对应前面某一章的坑，你踩过一次就记得住。

1. **把市值读成"此刻的报价 / 共识"，不读成"身家 / 真实价值"。**看到"某人身家 3000 亿"，在心里默默把它翻译成"按最后一笔成交价外推，某人名下股份的账面标价是 3000 亿"。多这一句翻译，你就不会被唬住。
2. **关心"能兑现多少"时，永远问深度和流通盘，别问账面数字。**真正决定你能拿到多少现金的，不是市值，是订单簿有多厚、有多少股真的在市面上流通。账面 3000 亿，可能真卖只兑现得出几百亿——因为你一卖，价格就往下塌。
3. **比公司大小，别只拿一把尺。**市值只是一把尺。配着看：现金流（它真的在赚钱吗）、清算价值（拆了卖值多少）、行业逻辑（这门生意的天花板在哪）。一家市值一样大的公司，可能一个在印钞、一个在烧钱。单看市值，你分不出来。
4. **对"估值 / 身家"新闻自动打折。**持股越集中、流通盘越低、越是一级市场的数字，打的折越狠。一家独角兽"估值 200 亿"，往往是一小笔融资的单价乘以全公司——这个 200 亿的"真实度"，比一家老牌上市公司的 200 亿要低得多。
5. **把市值的剧烈波动，当成"报价的情绪和折现率在变"，不是"公司一夜之间变好 / 变坏"。**一家公司隔夜跌 20%，工厂没塌、员工没走、产品没变——变的是那群边际买卖者今天更害怕、要求的回报更高了。看财报，别看盘口的心跳。
6. **别用一个会漂移的标签，来定义你自己或一家公司的价值。**这条最软，也最要紧。市值涨了不代表你更值钱，跌了不代表公司更没用。把自我价值挂在一个每天由陌生人投票、由利率

情绪叙事推来搡去的数字上，是把方向盘交给了路上所有别的司机。

大白话 一句话总括这份手册：市值告诉你"市场此刻怎么给这家公司报价"，它不告诉你"这家公司到底值多少、你能拿走多少"。前者天天问它，后者别问它——去问现金流、深度和常识。

"皆是虚妄"到底是什么意思

现在可以点破这本书的种子了："市值只是一个标签，皆是虚妄。"

"虚妄"这个词，很容易被误读成"没用"或"骗局"。都不是。**虚妄的准确含义是：把一个约定俗成的、动态的、从边际外推出来的记账标签，误当成实在的、可兑现的、客观的、恒定的东西。**错不在这个数字，错在这份误当。

拆开看这四个字。**约定俗成**——我们集体同意"用最后一笔成交价乘以全部股份"来记账，它是一条规则，不是一块黄金。**动态**——它每秒都在变，因为报价每秒都在变。**边际外推**——它拿一小撮人的成交价，替全部股份说话。把这样一个东西，当成"实在（真有那么多种财富摆着）、可兑现（随时能变现）、客观（有个唯一正确答案）、恒定（不会凭空蒸发）"，这就是虚妄。看清了，你会发现虚妄的从来不是市值本身，而是我们对它的那份笃定。

而看破这一层，奇妙的是，你反而更自由、更清醒地能用它了。你不再被"身家蒸发一万亿"的标题吓到，因为你知道那是报价在退潮，不是财富在燃烧；你不再把一次融资的估值当成公司真值那么多钱；你也不再在市值涨的时候飘、跌的时候慌——因为你手里拿的，始终只是一支温度计的读数，你会用它，但你不供它。

回到书名。**最后一笔成交价**，是这整台机器的起点，也是它全部虚妄的源头——一小撮人在某个瞬间谈拢的一个数字，被乘以份数，撑起了"财富""身家""估值"这些听起来无比坚实的词。它真实地在协调着这个世界的资本，它也从来不是它假装的那个东西。知道这两件事都成立，且不矛盾，你就毕业了。

下次再有人指着屏幕说"这家公司值一万亿"，你会心里清楚地补上半句：**值——按最后一笔成交价，此刻，报出来。**这已经足够多了，也刚好足够少。