

大跌的时候，市场在说什么

写给账户刚绿过的人：你的钱去了哪，接下来该怎么办

J

费曼式写法 · 由多个 AI 代理撰写与互相审校

导读

写给账户刚绿过的人：你的钱去了哪，接下来该怎么办

先别看账户。先想一件事。

你住的小区，一百户人家，户型一样，这几年挂牌价涨到五百万。上周，邻居老王急用钱，三百五十万把房卖了。第二天，中介把全小区的挂牌价改成三百五十万。

你的房子一平米没少，冰箱里的菜没变，你也没付给谁一分钱。但你的「身家」少了一百五十万。

现在打开你的股票账户。屏幕上那个刺眼的亏损数字，和老王卖房后你家门口的中介牌子，是同一个东西。这不是安慰——这是这本书的起点：**如果大跌里「蒸发」的钱从一开始就不存在，那我们到底在经历什么？**

这就是贯穿全书的问题。而大多数人对大跌的理解，从第一个字就错了：「市值蒸发多少万亿」（没有人收到那笔钱）、「大家都在恐慌抛售」（很多卖家根本没得选）、「市场觉得经济要完了」（价格里混着大量与判断无关的卖单）。每一个错误理解，都对应着一个让你多亏钱的标准动作：割在地板上、杠杆上加杠杆、或者在真正的风险来临时浑然不觉。

这本书分三段走完。第一段（一到三章）拆开机器：价格这台报价机是怎么工作的，大跌时卖方队伍里站的到底是谁。第二段（四到七章）回答「这意味着什么」：价格与价值怎么分离，下跌为什么自我加速，1929 到 2020 的四次大跌各自长什么样。第三段（八到十一章）回到你：你的大脑在怎样骗你，你的仓位决定了你能不能睡着，以及一份大跌时可以直接照着做的检查清单。

它不预测市场——没人能预测，第十一章会讲为什么这反而是好消息。它给你的东西更朴素：**下次账户变绿的时候，你能看懂自己正在经历的到底是什么**，然后做对的动作，或者胸有成竹地什么都不做。

从第一章那个小区开始。

第一章·你亏的钱去哪了

先想象一个小区。一百户人家，户型一模一样，都是三年前花三百万买的。这几年房价慢慢涨，中介挂牌价到了五百万，大家都觉得自己身家五百万——虽然谁也没真的卖。

上个月，12 号楼的老王急用钱，把房子三百五十万急售了。第二天，整个小区的挂牌价齐刷刷改成了三百五十万。新闻标题会这么写：**本小区市值一夜蒸发一亿五千万**。

一亿五千万。听起来像有一卡车的钱被拉走了。但你仔细找找：老王拿到了三百五十万现金，买家付了三百五十万现金——这笔钱一分没少，只是换了个口袋。其余九十九户呢？他们的房子还在，房贷没变，冰箱里的菜没变，唯一变的是中介门口那个数字。

所谓「蒸发」的一亿五千万，从来就不是钱。它是一个估值——也就是「假如现在卖掉，大概能换多少钱」的报价。报价跌了，不是钱被烧掉了，是那个「假如」变便宜了。

股票账户里的数字，是同一个东西

你的股票账户每天给你看的那个总资产，和老王小区门口的中介挂牌价是同一个物种：它是**最后一笔成交的价格，乘以你手里的股数**。

注意「最后一笔成交」这五个字。一支股票有一亿股在外流通，今天可能只有五十万股换了手。价格跌 10%，意思是今天成交的那五十万股，比昨天的成交价低了 10%。但账户会把这 10% 一视同仁地乘以全部一亿股，于是屏幕上出现一个巨大的「亏损」。

大白话

大白话：股价是「边际价格」——一小撮人最新做成的买卖，给所有人的持仓重新报了价。你没参与那笔交易，但你被它报价了。

所以「市场大跌，多少万亿市值蒸发」这句话，精确地说是：**成交的那些股票变便宜了，其余的持仓跟着被重新标了价**。没有谁收到那几万亿。它不是一笔转账，是一次集体改价。

那我的亏损到底算不算真的？

这就要区分两笔账了。

第一笔账是买入价：你当初真金白银付出去的钱。这笔钱确实转给了卖给你的那个人——他可能是早期股东、另一个散户、或者一家机构。这步是真金白银的换手，没有错觉。

第二笔账是**买入之后到今天的价格变化**。从五百万到三百五十万，这中间没有发生任何转账。它只是一条报价的轨迹。你不卖，这条轨迹就只是个轨迹；你在三百五十万卖掉，它才变成一笔真实的、落袋的亏损。

这就是为什么老股民会说「浮亏不是亏」。这句话一半是自我安慰，但另一半是真的：**报价造成的亏损，在你点下卖出按钮之前，都只是一次报价**。真正的分水岭不是「跌了多少」，而是「你卖不卖」——这个问题会贯穿这本书，后面几章我们会看到，很多大跌里的永久损失，恰恰是在「被迫卖」或「吓得卖」的那一刻才锁定的。

一个更有用的问法

「我的钱去哪了」是个把人引向愤怒的问题——它暗示有人拿走了它，于是一个人开始找：庄家？外资？空头？大多数时候，答案是没有人拿走，因为那里本来就没有一笔等着被拿走的钱。

更有用的问法是这两个：

- **我当初付的价钱，对应的是什么样的公司？**——这决定你手里这东西现在值多少（第四章谈）。
- **是什么人在这种时候还非卖不可？**——这决定价格为什么跌得这么狠（第三章谈）。

先记住本章这一件事：**账户里的数字是报价，不是存折**。大跌时它看起来像是你的钱被夺走了，但它更像小区门口那块中介牌子——牌子被人改了，你的房子一平米都没少。

第二章 · 市场到底是什么

上一章说，大跌不是钱被拿走，而是一次集体改价。那自然要问：这个价到底是谁改的？是某个神秘的「主力」坐在机房里按按钮吗？

不是。价格是一台非常笨、非常机械的机器一笔一笔「打」出来的。把这台机器拆开看一遍，你会发现市场里很多吓人的现象——闪崩、跳空、无量下跌——全是这台机器的机械性质，而不是阴谋。

一台只懂一个规则的机器

交易所的核心是一台撮合引擎——一台配对机器，它唯一的工作就是把「想买」和「想卖」的指令配成对。它不懂这家公司是干什么的，不懂市盈率，不懂新闻。它只懂一个规则：

有人愿意出的最高买价，碰上有人愿意接受的最低卖价，就成交。成交价，就是新的「最新价」。

挂在机器里等着配对的所有买卖指令，构成订单簿——你可以把它想象成一张两列的清单：左边一列是所有买家排的队伍，按出价从高到低；右边一列是所有卖家排的队伍，按要价从低到高。最新价就夹在两队的最前排之间。

大白话

大白话：市场不是一台「评估机器」，是一台「配对机器」。它从不回答「这东西值多少」，它只回答「此刻谁和谁做成了买卖，多少钱」。

价格是怎么「跳」下去的

看一个简化例子。某股票此刻最新价 100 元，买单队伍最前排是：99.9 元有人要 100 股，99.8 元有人要 200 股，99.5 元有人要 500 股。

现在来了一个卖家，要立刻卖掉 800 股。机器就开始机械地干活：先吃掉 99.9 的 100 股，再吃掉 99.8 的 200 股，再吃掉 99.5 的 500 股——成交完，最新价变成 99.5。一个 800 股的卖单，就把价格「打下去了」0.5%。

注意三件事：

- **价格下移不是因为「更多人看空」，而是因为买单队伍太薄。**同样 800 股，如果买单队伍厚，可能只打到 99.85。
- **卖家未必是看空的。**他可能只是需要用钱（第三章细说）。机器不记录动机，只记录价格。
- **下跌可以很快、很深，却没成交多少股。**如果买单队伍稀稀拉拉，一点点卖压就能让最新价连跳好几档——这就是「无量下跌」，不是没人交易了所以不跌，恰恰是没人接盘所以跌得快。

那「价值」在哪呢？

机器里没有价值，只有队伍。但队伍是人排的——每个挂买单的人，心里都有一个「我认为它值多少」。所以价格不是价值的测量仪，而是**此刻愿意交易的那一小撮人的报价交集**。绝大多数持有人此刻什么都没做，他们的想法不在价格里。

这个区分在大跌时至关重要：大跌意味着「愿意挂买单的人」突然变少、变怂了，而「必须卖出的人」没变少。两支队伍一失衡，最新价就往下跳。这不等于这家公司突然不值钱了——第四章会专门讲这个——它只说明**今天的队伍排成了这样**。

顺便理解两个常见现象

跳空低开。夜里出了坏消息，第二天开盘前，挂买单的人集体把出价往下挪。开盘价不是「跌下去」的，是买单队伍一开盘就排在更低的位置——中间根本没有成交。你在K线上看到的那根跳空缺口，是一段「没人愿意交易的价格区间」。

闪崩。2010 年 5 月 6 日，美股几分钟内暴跌约 9% 又拉回来。后来调查的结论很枯燥：一个大卖单触发了连锁反应，而关键时刻挂买单的队伍集体撤退——做市商的程序也下线避险了。买单队伍一空，卖单就得穿过几十档价格去找买家。这不是市场「疯了」，是配对机器在买单队伍真空时忠实的机械表演。

记住本章一句话：**价格是队伍排出来的，不是投票投出来的。**大跌时与其问「大家为什么这么悲观」，不如问一个更接近机器的问题：*现在是谁在卖，而买家都去哪了？*——这正是下一章。

第三章 · 大跌时谁在卖

大跌那天，评论区最常见的说法是：「大家都在恐慌抛售」。这句话把市场想成了一群同时改变主意的聪明人。但如果你接受第二章那台机器，就会发现一个更朴素的真相：**大跌时的很多卖家，不是想卖，是不得不卖**。他们挂出的卖单上没有写理由，机器也不问理由。

认识一下大跌时卖方队伍里的三位常客。理解他们，你就能理解为什么下跌常常跌得「没有道理」。**因为确实没什么道理——他们没得选。**

常客一：被杠杆拖下水的人

有人用 50 万本金，借了 50 万，买了 100 万的股票。这叫杠杆——用借来的钱放大仓位，涨跌都按 100 万算。

股票跌 20%，100 万变成 80 万。注意：亏的 20 万全部从他自己的 50 万本金里扣，借款那 50 万一分不能少。他的本金只剩 30 万了。再跌下去，本金就要归零——券商不会等那一天，它在更早的时候就动手了：本金亏到某个比例，系统强制平仓——不管价格、不商量、直接替他把股票卖掉还债。

关键在这里：**强平的卖单不关心价格，只关心「立刻卖掉」**。它是在最缺买家的时候，往最薄的买单队伍里砸单。一个人被强平，价格下跌；价格下跌，触发下一个人的强平线。这不是悲观情绪的传染，是机械指令的连锁——第五章我们会看到，大跌的加速度多半来自这里。

常客二：被基民赎回拖下水的基金经理

你买了公募基金。大跌第三天，你受不了了，点了「赎回」。这个动作看起来只发生在你和基金公司之间，但基金经理那头收到的是一道命令：**明天之前，给我凑出这笔现金。**

他没有「现在价格太低不想卖」这个选项。赎回潮来的时候，基金经理必须卖股票换现金，而且通常先卖流动性好的大股票——因为那些卖得掉。于是你会看到一个诡异的现象：大跌里跌得最狠的，常常是人人皆知的好公司。不是市场看透了它们的未来，是**它们最好卖**。

大白话：散户的恐慌，隔着一层基金，变成了机构手里不带感情的卖单。你以为是专业投资者在砸盘，其实是千千万万个「受不了了」的赎回按钮在砸。

常客三：按规则办事的风控系统

很多机构的钱——保险、养老金、银行的资管产品——合同里写着风控纪律：波动率超过多少就必须降仓，净值回撤超过多少就必须减仓。这些规则在签合同时都是理性的，目的也正当：保护出资人。

但规则有个特点：**它在大跌中段准时开火**。跌 15% 触发减仓线，卖出；卖出加剧下跌；下跌触发更多产品、更多机构的减仓线。每一笔钱都在忠实地执行自己的规则，合起来的效果却是大家一起在最差的价格卖出。

这三位常客有个共同点：他们的卖出和「这家公司值多少钱」毫无关系。所以大跌时的价格里混着大量「无信息卖单」——价格跌了，但跌出来的信息少得可怜。

买家去哪了？

故事的另一半是买方。大跌中段，手上拿着现金的聪明钱在想什么？「还会跌，再等等。」这不贪婪也不愚蠢，这是理性：**在下跌趋势里，晚买比早买划算**。于是买单队伍主动变薄、主动下移。

卖方是「必须现在卖」，买方是「可以再等等」——两支队伍一对峙，价格只有一条路：往下跳，一直跳到某个价格，低到让现金持有者觉得「等不到更好的了」，买家才重新排队。那个价格就是底部。底部不是一个观点，是**被迫卖出的人终于卖完了**的那个时刻。

这对你意味着什么

两件事。

第一，大跌的价格信号是**被污染的**。它掺着强平、赎回、风控纪律这些与价值无关的卖压。把大跌简单读成「市场认为这些公司完蛋了」，是误读了机器的语言。

第二，也是更重要的一件事：**检查你自己是不是「被迫卖出者」的预备役。**你有杠杆吗？你买基金的钱是三年内要用的钱吗？大跌时你会不会也变成那个「没得选」的人？如果你会，那现在——趁价格还好——就该处理，而不是等机器替你做主。这个问题，第九章会给你一套具体的量法。

第四章 · 价格不等于价值

前三章我们知道了：大跌是报价的集体下移，卖方常常是「不得不卖」。那么最要紧的问题来了——**报价跌了，你手里那家公司本身还好吗？**这是整个大跌里唯一真正值钱的问题。回答它之前，先认识一位精神不太稳定的合伙人。

市场先生

1949 年，本杰明·格雷厄姆在《聪明的投资者》里讲了一个寓言。设想你和一个叫「市场先生」的家伙合伙开了一家店。生意是两人共有的，但市场先生有个怪癖：**他每天都来找你，报一个价——要么买走你那一半，要么把他那一半卖给你。**

问题是，市场先生有严重的情绪病。心情好的时候，他只看到晴空万里，报一个高得离谱的价；心情差的时候，他觉得天要塌了，报一个低得荒唐的价。店里的生意这两个月其实什么都没变——他的报价却上蹿下跳。

寓言的精髓在下一句话：**市场先生不在乎被拒绝，他明天还会带着新报价回来。**他存在的意义不是指导你，是服务你。只有当他报的价对你有利时，你才需要搭理他；其余时候，你完全可以无视他，去打理店里真正的生意。

大白话

大白话：每天跳动的股价，是一个情绪不稳定的人天天敲你门报的价格。门可以不开。你的店不会因为他的报价变了就变了。

报价机与称重机

格雷厄姆还留下一句话，巴菲特反复引用：短期看，股市是投票机——价格是大家举手表决的结果，反映的是情绪和资金；长期看，股市是称重机——价格最终要跟公司的真实盈利和资产对上分量。

「长期」是多长？没人知道，可能是两年，可能是七年。这正是投票机可怕的地方：它可以错很久，错得让你怀疑人生。但「称重机」给了你一个可以独立检查的东西：**公司本身。**

什么是公司本身？不是股价走势图，是这几样笨东西：

- **它还在赚钱吗？** 利润、现金流，比上个季度、去年是多了还是少了？
- **它的生意被大跌伤到筋骨了吗？** 注意区分：股价跌 $\neq$ 生意受损。一家酱油厂，股价跌 40%，中国人明天照样炒菜放酱油。一家靠借钱续命的公司，市场一冷、借不到钱，可能就真的死了。**大跌杀不死好生意，但会杀死高杠杆的烂资产负债表。**
- **它欠的债，扛得过冬天吗？** 现金够发多久工资？债务什么时候到期？

大跌时做一次「分离手术」

现在你手里有两样东西：一样是市场先生的新报价（跌了 35%），一样是公司本身（你刚检查过，利润没变、现金充足、没人不炒菜了）。把这两样东西在脑子里分开，是投资里最值钱的一项技能。

分开之后，只有三种可能，每种对应完全不同的行动：

- **报价跌了，公司没变。** 市场先生又在犯病。这时他的低价是你的机会，不是你的噩耗。你甚至可以问自己一个残酷但诚实的问题：如果今天才第一次遇到这家公司，这个价格，我买不买？如果答案是「买」，那你现在卖出就是在做反方向的事。
- **报价跌了，公司真的坏了。** 市场先生这次碰巧是对的——比如这家公司的钱本来就是靠永远上涨的资产价格撑着的。那跌 35% 不是错杀，是迟到的清醒。这时该走就走，别管亏了多少。
- **你说不清公司变没变。** 这本身就是答案：你当初买的是一个自己不懂的东西。这次大跌最贵的学费，就交在这里。

一个必须小心的陷阱

「价格不等于价值」这六个字，在大跌里是安慰剂，在山顶上是麻醉剂。它成立的前提是**你真的称过重**。太多人在大跌时用这句话拒绝面对第二种可能——公司真的坏了。「长期持有」四个字，只对称过重的人生效。

所以本章的结论是双向的：大跌既不是「别慌，都会回来」的理由，也不是「快跑，全完了」的理由。它是市场先生在敲门。开不开门、买什么卖什么，取决于一个只有你能回答的问题：**去掉报价之后，这家店的生意，现在还值多少？**

第五章 · 为什么会大跌

第三章我们认识了三位「不得不卖」的常客。现在把他们放到一起，回答一个更大的问题：为什么下跌会自己加速？为什么-2% 的开局常常在三天内变成 -20%？

答案藏在一个工程师熟悉、但多数股民陌生的概念里：**正反馈**。

先区分两种回路

任何系统里都有两种回路。负反馈让系统稳定：房间热了，空调制冷，温度回来——偏离会被拉回。你家空调、汽车定速巡航、人体的体温，全是负反馈。

正反馈相反：偏离会放大偏离。音箱对着麦克风，一点杂音被放大、再收进去、再放大，一秒内变成刺耳的啸叫。正反馈系统里没有「回到正常」，只有两种结局：啸叫到烧掉，或者有人拔掉电源。

健康的市场以负反馈为主：价格跌得太低，买家觉得便宜，买入，价格被托住。但市场身体里埋着几根正反馈的引信，一旦点燃，它就会从空调变成啸叫的音箱。

引信一：杠杆的连锁

回忆第三章：价格下跌 → 触发强平 → 强平卖单砸下价格 → 触发下一批强平。每一环的输出都是下一环的输入，而且每一环都不由人控制——这是教科书级的正反馈回路。2015 年 A 股股灾，场外配资的强平线层层叠叠，跌穿一层引爆一层，千股跌停连着出现，就是这根引信烧到底的样子。

引信二：止损单与风控纪律

散户的止损单、机构的减仓线（第三章常客三），本质都是同一行代码：`if 价格 < X: 卖出`。当成千上万个账户里躺着同一行代码，价格跌穿 X 的那一刻，所有卖单同时砸向市场，把价格推得更低——触发下一批账户里的同一行代码。每个人都在执行自己看来绝对理性的纪律，合起来就是踩踏。

引信三：赎回的螺旋

基金净值跌 → 基民赎回 → 基金经理被迫卖 → 净值跌得更多 → 更多基民赎回。这个回路最阴险的地方在于**时间差**：你今天下午三点前点赎回，按今晚的净值成交——也就是说，你的恐慌会原封不动地变成明天早盘的卖压。大跌里「每天开盘就砸一波」的节奏，常常就是昨天的赎回在执行。

索罗斯管这个叫反身性

把三根引信抽象出来，就是索罗斯的反身性：市场里，价格不只是反映现实，**价格还会反过来改变现实**。

股价跌了，一家靠股权质押借钱的公司借不到钱了，经营真的恶化了，股价于是跌得更多——报价机改写了称重机上的读数。银行挤兑是最纯粹的反身性：大家担心银行倒闭 → 都去取钱 → 银行真的倒闭。担心本身制造了被担心的现实。

大白话

大白话：正常市场里，价格围着价值转；反身性发作的市场里，价格拽着价值跑。大跌最危险的阶段，就是「跌出来的现实」开始自我强化的阶段。

踩踏的物理学

音乐会散场，有人喊「着火了」，人群涌向出口。注意两件事：第一，即使没有火，踩踏也能死人——恐慌自己就是灾害；第二，最危险的位置不是最前面，是**中间**：前面的人已经摔了，后面的人还在推。

大跌中段的散户就在这个位置。看到下跌（前面有人摔了），账户还亏着（后面的人在推），于是做出踩踏中最标准的动作：跟着人流跑。第五章这三根引信告诉你的是：人流里有大量根本不是在「跑向出口」的人——他们是被杠杆、被赎回、被纪律推着走的。你拿自己的资产负债表去模仿别人的被迫动作，是踩踏里最冤的死法。

正反馈会自己停吗？

会，两种停法。一是**烧完**：该强平的强平完了，该赎回的赎回完了，被迫卖单枯竭——第三章说过，底部就是这么来的。二是**有人拔电源**：央行注入流动性、平准基金买入、交易所熔断——人为插入一个负反馈。2008 年美联储、2015 年证金公司，干的都是拔电源的活。

所以「大跌什么时候停」这个问题，精确版本是：**被迫的卖单什么时候枯竭，或者电源什么时候被拔**。它跟「经济什么时候变好」是两个问题——前者是管道问题，几天到几个月；后者是基本面问题，几个季度到几年。把两个问题混在一起，是散户判断底部的头号错误。第六章起，我们把镜头从这些机制转回你自己。

第六章 · 波动不是风险

打开任何一本金融教科书，「风险」那一章都画着同一条钟形曲线：风险 = 波动率，也就是价格上下颠簸的幅度。颠簸越厉害，风险越大。这个定义统治了学院派金融五十年，还顺手拿过诺贝尔奖。

然后你拿它去解释自己的处境，就会发现它荒谬：一只股票从 100 跌到 60，波动率爆表，教科书说它「风险极大」；可是同一家公司，60 比 100 便宜——便宜的东西怎么反而更危险？巴菲特骂过这个定义很多年。他的版本是：**风险是你根本不知道自己在干嘛**。更操作化的版本是：风险是本金的永久性损失——钱没了，且回不来。

这两个定义的区别不是学术抠字眼。大跌当前，按哪个定义行事，结局完全不同。

颠簸和坠毁是两回事

坐飞机颠簸时，机长不会跳出来喊「危险！快跳伞」。颠簸让你难受，但飞机结构没事，它会落地。坠毁才是风险——而不可恢复。

股票同理。**波动让你难受，永久损失让你出局**。茅台 2013 年因为塑化剂和限制三公消费，股价腰斩再腰斩，波动率吓死人；但公司还在酿酒，还在赚钱，颠簸而已。乐视网 2017 年之后也暴跌，波动率同样爆表——但那是坠毁：公司没了，退市了，股东的钱永久归零。同样深度的跌幅，一种是难受，一种是死亡。只看波动率的仪表盘，分不出这两件事。

永久损失只有三条来路

把你「再也回不来」的钱拆开看，几乎永远来自这三个管道：

管道一：买贵了。你付了远超价值的价钱。2021 年初按一百多倍市盈率买「核心资产」的人，即使公司很好，也可能要用十年消化当初的价格。这不是市场害你，是你付款时自己签的字。第四章的「称过重」防的就是这一条。

管道二：用了杠杆。杠杆把「颠簸」直接改装成「坠毁」。第三章算过那笔账：跌 20%，本金亏 40%；跌 50%，本金归零——就算后来涨回去，也跟你没关系了，因为你已经被强平清出场外。**波动对有杠杆的人是风险本身，因为它剥夺了「等」的资格。**

管道三：在底部被迫或吓得卖出。这是最常见、也最冤的一条。公司没事，价格跌了一半，你本来只需要等；但你「受不了了」，或者房贷要用钱，点下卖出——颠簸在这一刻被你亲手改装成坠毁。第一章说过：报价造成的亏损，在你点卖出之前都只是一次报价。管道三就是主动把报价变成判决。

大白话

大白话：大跌本身杀不死你。杀死你的是三个自己的动作：当初付太贵、借钱买、在地板上卖。市场只负责提供颠簸，坠毁是自选动作。

所以「高风险」在大跌里有两种含义

新闻说「市场进入高风险阶段」，说的是颠簸会加剧——这是真的，而且跟你的结局关系不大。你自己要盯的是另一个问题：**我的持仓里，有没有正在从「颠簸」变成「坠毁」的东西？**

逐个检查：这家公司是真的坏了（第四章），还是只是报价跌了？我有没有杠杆，离强平线多远？这笔钱是不是明年就要用，等不到称重机上班？三个问题都答完，你对自己这次大跌的真实风险就心里有数了——它和屏幕上的跌幅数字往往毫无关系。有人 -40% 毫无风险（闲钱、好公司、无杠杆），有人 -10% 已经站在悬崖边（满仓杠杆）。

顺便说一句「别人恐惧我贪婪」

这句名言在大跌评论区刷屏率最高，也最容易害死人。它省略了前提：巴菲特说这话时，手里握着现金、没有杠杆、买的是称过重的东西。恐惧时贪婪的前提，是你的**资产负债表允许你贪婪**。没有前三条管道问题的人，大跌才是机会；有三条的人，大跌就是审判。先补上自己的漏洞，再谈贪婪——第九章讲怎么补。

第七章 · 历史上的大跌

每一次大跌发生时，当事人都觉得「这次不一样」。这话一半对：每次大跌的引信确实不一样。但把历史上四次最著名的大跌排在一起，你会发现它们只有四种性格——而分辨自己正经历的这一次是哪种性格，比预测点位有用一百倍。

1929：泡沫破裂，没有刹车（跌 89%，25 年才爬回来）

1920 年代的美国，买股票像今天抢演唱会门票，而且人人加杠杆——当时流行 10% 保证金，也就是 10 块钱买 100 块的股票。1929 年 10 月泡沫破了，强平连锁触发（第五章引信一），道琼斯从 381 点一路跌到 1932 年的 41 点，**跌去 89%**。名义价格回到 1929 年的高点，是 1954 年的事。

性格：**估值泡沫 + 全民杠杆 + 央行袖手旁观**。最惨的不是跌得多，是跌完没有电源可拔——美联储当时反而收紧了货币，几千家银行倒闭，衰退拖成萧条。教训也最贵：**泡沫顶部的杠杆，会把一次回调变成一代人的灾难**。

1987：机器故障，公司没事（一天 -22.6%，两年爬回来）

1987 年 10 月 19 日「黑色星期一」，道琼斯单日暴跌 22.6%——至今仍是美股史上最大单日跌幅。那之前经济好好的，那之后经济也好好的。查来查去，元凶是一种叫「投资组合保险」的自动交易策略：价格下跌就自动卖期货对冲，卖出压低价格，触发更多卖出——一台自己踩自己油门的机器。

性格：**纯机械故障**。基本面没坏，坏的是机器本身（第五章的三根引信集体发作）。所以它修复得也最快：没有银行倒闭，没有萧条，两年内创新高。教训：**跌得凶不等于天塌了——要先问「公司们还好吗」**。

2008：地基真的裂了（跌 57%，六年爬回来）

2008 年不一样。美国房价下跌，击穿了建立在房贷上的一整座金融大厦：雷曼倒闭，银行互相不敢借钱，信贷冻结——这次不是报价机出问题，是**经济的地基裂了**。标普 500 从

2007 年 10 月跌到 2009 年 3 月，跌去 57%。

但注意结尾：美联储这次没有袖手旁观，把利率打到零、开动量化宽松（直接印钱买资产，往系统里灌流动性），电源拔得又快又狠。市场 2009 年 3 月见底时，经济数据还在恶化——**市场见底，不是等经济变好，是等「被迫卖出枯竭 + 政策电源插上」**（第五章）。指数 2013 年收复失地。教训：*真危机里，政策反应的速度决定伤口的深度。*

2020：外生冲击，史上最快（五周 -34%，半年创新高）

新冠封城，经济被政府主动「关机」。标普五周跌 34%，是史上最快跌入熊市的一次。但这次既没有估值大泡沫（估值偏高但不离谱），也没有银行危机——美国经济是被按了暂停键，不是得了绝症。美联储两周内打光所有弹药，财政直接发钱。四个月後，指数新高。

性格：**外生急刹**。教训：*跌的速度说明不了问题的深度；要问「伤的是筋骨还是只是心跳过速」。*

四种性格，一张对照表

把四次大跌并排看，有三个量值得每次大跌时拿出来对：

- **泡沫程度**：跌之前价格贵不贵？1929 贵得离谱，1987 不便宜但也不疯，2008 房市疯股市一般，2020 谈不上泡沫。
- **坏的是机器还是地基**：1987 和 2020 坏的是机器/外部，恢复快；1929 和 2008 坏的是杠杆和地基，恢复慢。
- **政策电源**：1929 没人插电，惨；2008 和 2020 插得又快又猛，底部来得快。

三个量的组合大致决定恢复时间：**泡沫大 + 地基坏 + 电源慢 = 一代人；机器故障 + 电源快 = 几个月到两年。**

历史不会重复，但体检项目会

背点位没有意义——下一次大跌的引信一定是新的，可能是加密货币，可能是某种还没发明的衍生品。但这套体检项目是通用的：跌之前贵不贵？杠杆高不高？伤的是报价机还是地基？政策在做什么？

下一次大跌来临时，新闻标题一定还是「这次不一样」。你可以不反驳它——但你可以安静地做一遍这四项体检。做完你通常会发现：变的只是伤口的位置，解剖学从来没变。

第八章 · 你的大脑在背叛你

前面六章讲的都是市场。从这一章起，主角换成你——因为统计上，大跌里亏得最多的不是市场的锅，是投资者自己的手。行为金融学里有个残酷又好笑的发现：散户的实际收益，长期低于他们持有的基金的收益。同一个基金，同样的涨跌，差在哪？差在买和卖的时机——**而时机差，是大脑的系统设计造成的，不是智商问题。**

认识一下大跌时你脑子里值班的三位。它们都是进化留给你的保命装备，只是在 K 线面前全部帮倒忙。

值班员一：损失厌恶

心理学家卡尼曼和特沃斯基做过一个著名实验：问你愿不愿意玩一个抛硬币游戏，输了赔 100 块，赢了赚多少你才肯玩？多数人的答案是 200 块以上。也就是说，**丢 100 块的痛，要 200 块的快乐才填得平**——这叫损失厌恶，亏钱的痛感大约是等额赚钱快感的两倍。

它是进化的好设计：原始人丢一顿饭可能饿死，多一顿饭只是吃撑。但在账户里，它驱动两个动作，一大跌就要人命：

- **死活不肯割肉。**卖掉 = 把浮亏变成真亏 = 主动承受两倍的痛。于是你宁愿拿着一只烂公司等「回本」，一等五年——回本那天你只是回到原点，而这笔钱五年里本可以在别处干活。
- **回本就卖。**熬了三年终于解套，立刻卖出，长舒一口气——卖出不是为了投资判断，是为了终止疼痛。很多人的整个持仓生涯，就是在给「回本」打工。

值班员二：锚定

「我 30 块买的」「最高涨到过 45」「我的成本价是……」——注意这些句子里的数字。它们全是锚：一个随手钉进大脑的参照点，之后所有判断都围着它转。

问题是，市场从来不认识你的成本价。那家公司的明天，跟你 30 块还是 60 块买的，没有一毛钱关系。但你的大脑把成本价当成了地心引力：跌 30% 时「这么便宜了不可能再跌」

——为什么不可能？因为你被锚在成本价上。涨回成本价时「终于解套赶紧卖」——为什么卖？还是那颗锚。

大白话

大白话：删掉行情软件里的「成本价」一栏，你的判断质量立刻上升一档。这不是玩笑——那颗数字是你大脑里最贵的一个显示字段。

有个解毒动作值得练：定期问自己，*如果我此刻拿的是现金，我会按现价买入这只股票吗？*会，就继续持有；不会，继续持有就没道理。这个问题里不含成本价，于是锚被拔掉了。

值班员三：近因偏差

大脑默认「最近发生的事会持续」：连跌五天，它认为第六天还会跌；连涨三个月，它认为会一直涨。这叫近因偏差。原始草原上这个默认很划算——昨天有狮子出没的地方，今天多半还有。但在市场上，最近的价格动量对未来几天的走向几乎零信息量，「跌透了」和「还要跌」从图形上看一模一样。

它的杀伤力在大跌末段最大。跌了三个月之后，近因偏差让你的大脑把「下跌」渲染成新常态，把「永远涨不回来」渲染成常识——于是你在最不该卖的位置卖掉。回头看每一轮大牛市的起点评论区，都是「谁买谁傻」。

为什么你知道这些还是会犯错

知道偏差不免疫偏差，就像知道是错觉，穆勒-莱尔错觉里那两条线还是看起来不一样长。偏差住在大脑的快系统里——它比理性快，而且在你恐惧时（大跌时）全面接管。第八章讲机制，第九章、第十章讲对策。对策只有一条总纲：**别跟大脑比反应速度，要把它关在规则的笼子外面**。具体说：重要的买卖决定，用清单、用事先写好的规则执行，而不是在大跌当天的肾上腺素有史以来最高的那个下午，拍脑袋决定。

巴菲特说「别人恐惧时我贪婪」。完整的版本应该是：*别人恐惧时我贪婪——但我是用二十年写好的规则在贪婪，不是用当天的大脑。*

第九章·仓位决定心态

同一个 -30%，两种人生。老王：闲钱、无杠杆、分散买了指数，照常上班，看到新闻「哦」了一声。小李：首付的钱挪进来炒、上了两倍杠杆、重仓一只股，凌晨四点醒来看美股，白天心跳跟着分时线走。

差别不在胆量，不在认知，在**仓位结构**。大跌只是把事前就存在的结构问题，变成事后的疼痛。所以「大跌我扛不扛得住」这个问题的答案，跌之前就已经写好了——写在你的仓位里。这一章给你一把尺子，下次大跌前自己先量。

先分清两个「风险承受力」

券商开户时做的风险测评问卷，测的是风险承受意愿——「跌 30% 你会：A 加仓 B 躺平 C 割肉」。几乎人人勾 A 或 B。这个问卷基本没用，因为它测的是你想象中的自己；第八章说过，真跌 30% 时接管你的是另一套系统。

真正要紧的是另一个：风险承受能力——你的资产负债表客观上扛不扛得住。意愿是态度问题，能力是结构问题。大跌时，结构碾压态度。

能力由三个结构变量决定，挨个检查：

变量一：这笔钱什么时候要用

这是最硬的一条。三年后要用的钱（首付、学费、彩礼），放在股票里，你就给自己装了一颗定时炸弹：它不要求市场永远涨，它只要求**到期那天市场别在坑里**——而这是概率游戏，第七章告诉你坑可以很深（-89%）、可以很久（25 年）。

所以仓位规则的第一条是：**只有十年内用不到的钱，才配承受 -50% 的报价**。钱的使用期限必须长过市场坑的深度和长度，这就是「闲钱投资」四个字的全部技术含量。它不是保守，是时间结构匹配。

变量二：有没有杠杆

第三章算过：两倍杠杆下，跌 30% 本金亏 60%，跌 50% 归零出局。杠杆的本质是把「时间」从你这头抽走——没杠杆的人可以等称重机上班，有杠杆的人等不到，机器到点就替你卖。**杠杆不是放大收益的工具，是删除「等待」选项的工具。**散户在大跌里的永久损失，一大半经这条管道流走。

变量三：单一持仓的浓度

全部身家押一只股票，你承担的不只是市场波动，还有这家公司的全部特异性风险——财务造假、行业消失、老板出事。茅台的腰斩是颠簸，乐视的腰斩是坠毁（第六章），押一只股的人没有区分这两者的容错。浓度越高，你需要的判断精度越高；而判断精度恰恰是你最稀缺的东西。对绝大多数人来说，宽基指数（一篮子几百家公司）已经是够用的答案——它把「单个公司坠毁」从风险清单里划掉，只留下「整个市场颠簸」，而颠簸，你前两章已经学会了怎么处理。

睡不着，就是超仓

量完三个变量，还有一个终极检测器，免费的，准确度超过所有风险问卷：**你的睡眠。**

大跌时半夜醒来看行情、白天刷五十次账户、听到「降准」两个字心跳加速——这就是身体在告诉你：仓位超过了你真实的能力（或者你的钱不是闲钱）。注意，这不是心理素质差，是结构超载。**治疗方式不是练胆量，是降仓位**——降到「大跌时你的生活照常」的那个水平。每个人这个水平不一样，而且和收入无关：月薪五千的闲钱可以满仓指数睡得香，身家千万的人押了杠杆照样失眠。

大白话

大白话：仓位没有对错，只有匹配。大跌夜里你的睡眠，就是最真实的仓位体检报告。

仓位是事前设计，不是事中反应

把这一章和第三、五章连起来看，结论就清楚了：大跌时被迫卖出的人（强平的、要用钱的、吓破胆的），他们的命运在买入那天就定了。所以仓位调整有两个合法时机：**市场平静**

的时候，和每次大跌之后复盘的时候（第十一章）。唯独「大跌进行中」不是调整仓位的好时机——那时你手里握着的不是判断力，是肾上腺素。

如果你此刻就在大跌里读着这章、而且发现自己的结构有问题——别急，下一章就是干这个的：大跌进行中，到底该做什么，按什么顺序做。

第十章 · 大跌时到底该做什么

前面九章都是为了这一章。如果你正在大跌中打开这本书，可以直接从这里读起。这是一份检查清单——像飞行员起飞前的那种：不看心情，不看新闻，逐项打勾。

总原则只有一句：**大跌中的每个动作都必须有清单依据，禁止任何「感觉」驱动的操作。**第八章说了，你的感觉此刻正在背叛你。

第 0 步：关机二十四小时

大跌第一天，什么都不做。不是比喻，是真的什么都不做：不卖、不买、不关止损、不发誓。正反馈回路（第五章）正在全速运转，此刻的价格是全场最嘈杂的信号。历史上几乎所有「大跌第一天的恐慌操作」事后看都是错的——1987 年黑色星期一卖出的人，卖在了十年大牛的入口。

第 1 步：诊断你的结构（半小时）

拿张纸，回答四个问题。这一步的目的不是决定买卖，是**搞清楚你是谁**：

1. **我有杠杆吗？离强平线多远？** 有，且距离近——跳过后面所有步骤，你唯一正确的动作是主动降杠杆：自己卖，赶在机器替你卖之前。这不丢人，这是止损线和强平线之间唯一的差价。
2. **这笔钱几年内要用？** 三年内要用且金额承受不起回撤——你犯了结构错误（第九章），现在要做的是诚实：制定一个逐步退出的计划，而不是祈祷回本。
3. **我持有的每一家公司，生意坏了吗？** 逐项过第四章的体检：利润还在吗？债扛得住吗？股价跌和生意坏是两回事。
4. **我的现金够生活多久？** 失业也不怕、一年以上生活费在股票账户之外——你才有「不动」和「加仓」的资格。资格先于策略。

第 2 步：按诊断结果分流

情况 A：公司坏了（地基裂缝）。卖。不看成本价（第八章的锚），不「等反弹回本」——坏公司的反弹是用来逃命的，不是用来回本的。唯一的问题是节奏：急跌中不用一口气清仓，可以分几批，但方向没有商量。

情况 B：公司没坏，你没有结构问题。什么都不做。这是一个完整且合法的动作，而且往往是最优解。关掉行情软件，去生活。「不动」在清单里是一个动作，不是偷懒。

情况 C：公司没坏，你有闲钱，想加仓。可以，但守三条军规：

- **分批，不抄底。**没人知道底在哪——底部是被迫卖单枯竭的时刻（第三章），那天到来之前没有信号。把资金切成几份，按时间（每月）或按跌幅（每再跌 10%）机械地买，买定离手，不看当天的脸。
- **只加你称过重的东西。**越跌越买的前提是价值没变。对没研究过的股票「抄底」，是拿第六章的管道一（买贵了）赌博。
- **绝不用杠杆抄。**抄底 + 杠杆 = 在最有道理的时候破产。底可以比你想象的深得多、久得多（1929 年又跌了两年半才到底）。

第 3 步：明确不能做的事

清单的一半价值在「禁止」栏：

- **不做「先卖了等跌完再买回来」。**这是散户的第一大幻觉。它要求你连续对两次：卖对顶部区域，再买对底部区域。一次都做不到的人要做两次。1987、2009、2020 的底部，出现在新闻最烂、评论区最绝望的日子——靠感觉你永远不会在那天买入。
- **不用生活应急钱加仓。**第九章：那不是加仓，是把定时炸弹的引线剪短。
- **不做「摊低成本」式的加仓**——仅仅因为「成本价太高想摊低」而补仓。这是第八章那颗锚在指挥你的钱包。加仓的唯一合理理由是：现价低于价值。成本价三个字，从决策里删掉。
- **不看分时线。**大跌日的分时线是纯肾上腺素发生器。每天收盘后看一次，足够执行所有清单动作。

最后：把这张清单打印出来

大跌第五天，你会觉得这章写的全是废话——「这次不一样」「再不走就归零了」「错过这波反弹就完了」。这正是打印的意义：**让平静时理性的你，管住恐慌时失控的你。**清单不预测市场，它只做一件事：保证你在大跌里的每个动作，都是你在头脑清醒时事先同意的动作。

市场明天开盘。你的清单今晚打印。

第十一章 · 大跌之后

大跌总会过去——1987 年的过去了，2008 年的过去了，2020 年的也过去了。问题从来不是「会不会过去」，而是：**过去之后，你和之前是同一个人吗？**

大多数人不是变得更聪明，只是变得更害怕或者更胆大——下一轮周期换个姿势再摔一次。这一章讲怎么把这次巨亏真正变成资产：它已经是沉没成本了，唯一的回收方式是把它炼成系统。

第一步：复盘，但复对的盘

等情绪完全平复（通常要几周到几个月），拿一张纸，回答三个问题。注意，问的是**结构**，不是「我为什么没早点跑」——那是近因偏差在写检讨书：

1. **我当初为什么买？** 如果答案是「别人推荐」「当时在涨」「群里都在说」——这就是找到的 bug。不是因为结果亏了就错，而是因为买入理由本身没有称重（第四章）。结果好坏会变，理由的质量不会。
2. **我的结构哪里超载了？** 钱是不是闲钱？有没有杠杆？集中度多高？（第九章的三个变量，逐项对照大跌里的实际表现——你的睡眠、你的心率、你有没有在夜里打开行情软件。）
3. **哪个动作是清单外的？** 如果大跌中你卖了或买了，那个动作依据是什么？「感觉要崩」「感觉到底了」都是清单外动作——记下来，它们是你系统里的漏洞清单。

复盘的产出物不是感悟，是**规则**：「股票仓位不超过 X%」「永不加杠杆」「三年内要用的钱不入市」「任何买入前写三行买入理由」。规则要写下来、要具体、要能在下次大跌时逐条执行。写不下来的「教训」，下次还会再学一遍，学费照收。

第二步：再平衡——一次免费的「高抛低吸」

大跌之后，你的资产比例被改变了：假设你原本设计的是 60% 股票、40% 债券，一波 -30% 之后，股票占比可能只剩 50%。

再平衡就是把它调回你设计的比例——卖掉涨得相对多的，买入跌得相对多的。它的妙处在于：**它不预测市场，却机械地执行了「低买高卖」**。大跌后把比例调回去，你就自动在低位

加了仓；下轮大涨后调回去，你又自动在高位减了仓。每年或每偏离 5-10% 做一次，纪律化执行。

这大概是普通投资者能用的、最接近「免费午餐」的东西：它把第八章里你做不到的反人性操作，变成了一条日历上的例行公事。

第三步：给下一次大跌写好预案

会有下一次的。第七章给了你四种性格，但没给你日期——没人有日期，包括所有声称有的人。下一次大跌来临之前，写好一份一页纸的预案：

- 我的目标配置是什么？（比如 X% 指数 / Y% 债券 / Z% 现金）
- 跌多少、按什么节奏再平衡或加仓？（比如每跌 10% 把现金的三分之一换成指数）
- 哪些动作我永远不做？（杠杆、急钱入市、清单外卖出）
- 这份预案修改的唯一合法时机是市场平静期。

打印出来，放在第十章那张清单旁边。下次大跌，你不需要勇气——你需要的是读一遍一年前那个冷静的自己写的字。

回到最初的问题

这本书开头问：当市场大跌、股票巨亏时，我该如何理解这个市场？现在可以回答了：

你账户里「蒸发」的钱，是报价，不是存折（第一章）。报价是一台配对机器打出来的，大跌时它被强平、赎回、风控这些「没得选」的卖单污染（二、三、五章）。报价不等于价值，它们会分离很久，但称重机终究上班（四、七章）。真正的风险不在屏幕的跌幅里，在你的结构里——杠杆、急钱、被迫卖出（六、九章）。你的大脑会在最坏的时点给出最自信的建议（第八章），所以用清单代替感觉（第十章）。

市场不会因为你的理解而变温柔。但你理解了它之后，它就从一头要吃你的怪兽，变回它本来的样子：**一台诚实的、情绪化的、长期向上的称重机器**。大跌是它发烧说胡话的日子——而读完了这本书的你，是听得懂胡话的人。