

股市没那么多为什么

分清哪些问题配有答案，哪些只是噪音穿上的故事

王建硕

费曼式写法 · 由多个 AI 代理撰写与互相审校

导读

分清哪些问题配有答案，哪些只是噪音穿上的故事

下午三点,收盘。四点,手机弹出一条推送:「今日大盘下跌1.2%,因为……」——后面那半句,你几乎不用看就知道它的模样。地缘、情绪、获利盘、流动性,四选一,严丝合缝。

我们太习惯这件事了:任何一个数字动一下,总得有个「因为」跟在后面。这是刻在骨子里的本能——从草原上那声草丛的沙响开始,我们的祖先就靠「凡事找个原因」活下来。可这本能搬进股市,常常帮倒忙。

这本书想说的,其实是一句有点扫兴、却能让你清醒很多的话:

在股票市场里,不是每一个「为什么」都配得上一个答案。有些问题背后是真山真水,有稳定的机制,经得起几十年的检验,能实实在在帮你做判断;而有些问题背后什么都没有,只是一片随机的噪音,临时套了一件故事的外衣,骗过了几乎所有人。

难的地方在于:这两种「为什么」,长得一模一样。都是四个字,都听着顺耳,都能让你脑子里「咔哒」一声觉得「原来如此」。分不清它俩,你就会被在噪音里追一辈子风,还以为自己在研究规律。

所以我们不急着回答「股市今天为什么跌」。我们先换一个更值钱的问题:

眼前这个「为什么」, **配不配有一个答案?**

这本书就是一副专门用来分辨的眼镜。前半程,我们先把假的那一堆看穿——每天的新闻为什么多半在编,随机长什么样,我们的脑子怎么忍不住给噪音配故事。后半程,我们再去找真的那几个:价格里已经算进了什么,是「意外」而不是「好坏」在推动它,什么样的规律因为在几千只股票、几十年里反复出现才配称为「为什么」,以及——每一笔你赚的钱,对面那个亏钱的人到底是谁。

读完你会发现,这门功夫的最高境界,不是对每件事都能答出个所以然,恰恰相反——是能坦然地对着一大半市场现象说一句:「这个没有为什么,它就是噪音。」在一个人人都在兜售「因为」的地方,能分清哪些问题不配有答案,本身就是一种稀缺的清醒,也是最难、最值钱的一种。

先别问今天为什么跌。翻开第一章,我们从那条每天都在骗你的新闻开始。

第一章·每天都在骗你的那条新闻

每天下午三点,A股收盘。四点钟,财经App的推送就到了:「今日沪指下跌1.2%,**因为**……」后面跟着一句听起来天衣无缝的理由——可能是「地缘局势升温」,可能是「获利盘回吐」,也可能是「市场担忧流动性收紧」。

你有没有想过:那句「因为」,是谁在收盘后的一个小时里算出来的?

没有人算出来。它是**编出来**的。而且,大多数时候,它经不起最起码的推敲。

同一个理由,涨也能用,跌也能用

我们做个小实验。假设今天国际油价涨了3%。现在你去翻财经新闻,会看到两种标题同时存在:

- 如果今天股市涨了:「**油价上行提振能源板块,大盘走强**」。
- 如果今天股市跌了:「**油价上行加剧通胀担忧,拖累大盘**」。

同一个事实,油价涨3%,被用来解释了两个相反的结果。这不是偶然。任何一天的市场里,永远有一堆「利好」和一堆「利空」同时摆在桌上——油价、汇率、某国的会议、某公司的传闻。等收盘涨跌定了,记者只需要从这堆牌里**挑出颜色对的那几张**,故事就成立了。

大白话

这就像先射箭、再画靶。箭已经落地了(今天涨还是跌已成定局),你再绕过去,把靶心画在箭插着的地方。看起来每次都正中红心,其实一次都没瞄准过。

这种「先看结果、再倒推理由」的操作,有个名字叫事后归因——事情发生完了,再回头给它安一个原因。它的特点是:**永远成功,永远没用**。永远成功,是因为待选的理由太多,总挑得出一个匹配的;永远没用,是因为它不能提前告诉你明天会怎样。

记者不是骗子,是被逼的

你可能会觉得这些财经编辑不厚道。其实冤枉了他们。真相更微妙:**写理由的人,和读理由的人,合伙需要这个理由存在。**

想想那位编辑的处境。下午三点收盘,五点要发稿。他手上只有一个事实——今天跌了1.2%——和一个空白的标题栏。他不可能写「今天跌了1.2%,原因不明,可能就是随机波动」。这样的稿子没人点,主编也不会让它上。读者打开App,想要的不是「不知道」,想要的是一个**说得通的故事**,一个能让今天的钱亏得明明白白的解释。

大白话

所以那句「因为」,真正的成因不是市场规律,而是**供需关系**:读者需要一个解释来安心,媒体供给一个解释来换点击。它是一件商品,不是一个发现。

这里要说句公道话:并不是所有财经报道都是编的。有些日子,市场确实因为一件明确的大事而动——某国央行意外加息、某巨头财报暴雷。那种「因为」是真的,我们后面整本书都会去找它。问题在于,**真的「因为」很稀少,而每天的推送从不缺席。**供给是天天有的,真相不是。剩下的那些日子,理由就只能靠编。

连历史上最大的一跌,都没有公认的原因

如果你觉得「小波动没原因、大事件总有原因吧」,那来看一个极端案例。

1987年10月19日,美股道琼斯指数一天暴跌**22.6%**——这是它有史以来单日最大的百分比跌幅,史称「黑色星期一」。放到今天,相当于A股一天蒸发掉五分之一还多。这么大的事,总该有个响当当的原因了吧?

没有。三十多年过去,经济学界至今**没有一个公认的、单一的触发原因**。事后研究提出过一大堆嫌疑:程序化交易的连锁抛售、投资组合保险的踩踏、估值本来就高、市场情绪逆转……每一个都能解释一部分,没有一个能解释全部。当年那场股灾还有专门的官方调查报告(布雷迪报告),翻遍它,你也找不到一句「就是因为X」。

但你去翻1987年10月20日的报纸,每一份都言之凿凿地告诉读者「昨天为什么崩盘」。它们当然给了理由——因为读者要,因为版面要。**连人类历史上最剧烈的一次市场崩溃,当时的解**

释都是编的;那每天那些1%的小涨小跌,又能真到哪去?

这本书要问的那个问题

说到这,你可能开始不安:如果每天的「为什么」都靠不住,那是不是股市里所有的解释都是骗人的?看什么都别信?

不是。这本书的立场恰恰相反,而且更有意思:

股市里有些「为什么」是真的,配得上一个扎实的答案;有些「为什么」根本不成立,你越追问越掉进坑里。真正的功夫,不是回答每一个「为什么」,而是**一眼看出哪些问题配有答案,哪些不配。**

「今天为什么跌1.2%」——这个问题多半不配。它的答案是噪音,不是信号,追它等于追一阵风。

「为什么长期来看,股票的回报会高于存银行」——这个问题配。它背后有稳定的机制,经得起几十年、几十个国家的数据检验,而且能指导你今天怎么做决定。

同样是四个字「为什么」,一个是海市蜃楼,一个是真山真水。它们长得一模一样,骗过了绝大多数人。**这本书就是一副能分辨它们的眼镜。**

下一章,我们先不急着找答案,而是先立一把尺子:一个「为什么」要满足哪几个条件,才算配得上一个真答案。有了这把尺子,后面每一个市场现象,你都能自己量一量。

第二章 · 一个「为什么」的验收标准

上一章我们拆穿了每天那句「因为」。但拆穿容易,立住难。如果你只会说「这个解释是编的」,那你和那个编解释的人一样,手里没有尺子。这一章,我们造一把尺子——一个「为什么」摆在面前,它得满足哪几个条件,才配拿到一个真答案。

我给你三条。一个解释,三条全过,才算数;缺一条,它就是漂亮的废话。

第一条:它得指向一个稳定的机制

先看一个你几乎天天听到的解释:「今天股价涨,是因为**买的人比卖的人多**。」

听起来无懈可击,对吧?但它其实是一句彻头彻尾的空话。为什么?因为在股市里,每一笔成交都是一手买、一手卖——**对应**的——你买的那100股,必然有另一个人正好卖了100股给你,数量分毫不差。**成交的股数里,买和卖永远相等**,不可能「买的人比卖的人多」。这句话描述的是一个物理上不可能发生的情形。

大白话

它之所以听着对,是因为它把「价格涨了」换了个说法又说了一遍。「价格涨」和「买的人多」在这里是同一件事的两张皮。用结果解释结果,等于什么都没解释。

这种「用换了说法的结论去解释结论」的毛病,有个名字叫同义反复——车轱辘话,A因为A,绕一圈回到原点。它永远正确,正因为它永远正确,所以它什么信息都不带。

一个配得上答案的「为什么」,背后得有一个**机制**:一个「如果.....那么.....」的链条,而且这个链条**换个场合还成立**。比如:「如果一家公司公布的利润远超所有人的预期,那么它的股价倾向于上跳」——这里有一个可以讲清楚的传导过程(预期被打破 → 大家重新估算这家公司值多少钱 → 出价抬高),而且它不只在这一只股票、这一天成立,换成别的公司、别的时间,同样的机制还在。这才叫机制。「买的人多」没有机制,它只是原地打转。

第二条:它得可能是错的

第二条更反直觉:一个好的解释,必须**有可能被证明是错的**。

这条叫可证伪——意思是,这个说法得**禁止某些事情发生**;如果那件被禁止的事真发生了,你就得承认这个说法错了。一个不肯禁止任何事、怎么都能圆回来的解释,恰恰是最没用的。

举个反面典型。有人告诉你:「大盘涨,是因为多头情绪占了上风;大盘跌,是因为空头情绪占了上风。」你品品这句话——不管明天涨还是跌,它都对。涨了它说多头强,跌了它说空头强。它**不禁止任何结果**,所以它永远不会错。

大白话

一个永远不会错的说法,听起来像是最强的,其实是最弱的。因为它没告诉你世界「不会是什么样」——而一句话的信息量,恰恰藏在它排除掉的那些可能性里。什么都不排除,就等于什么都没说。

反过来,一个好解释敢下注。「利润超预期会让股价上跳」这句话就敢:它预言了如果一家公司利润大超预期、股价却应声大跌,那这个解释这次就出问题了,得去查是不是有别的东西盖过了它(后面第六章会讲这种意外)。它把自己暴露在被推翻的风险里——正因为它可能错,它才值得信。

第三条:它得能指导下一次

前两条偏哲学,第三条最实在,也是对普通人最有用的一条:**一个真正的「为什么」,能帮你在下一次事情发生之前做判断**。

我把它叫做「交房租」。一个解释,要在你脑子里占一个位置,它就得付租金——而它付的租金,就是**让你对还没发生的事,有一个不一样的预期**。

- 「今天跌是因为获利盘回吐」——它让你对明天有任何不同的预期吗?没有。你既不知道明天涨跌,也不知道该干什么。它一分钱租金都没交,白占位置。
- 「长期持有一篮子股票的回报,会高于把钱存银行,因为你在承担企业经营的风险、理应拿到补偿」——它交租金了:它告诉你,如果你的时间足够长、能扛住中途的颠簸,那么押在股票上、而不是全放银行,是一个有依据的决定。它改变了你今天的行动。

检验一个市场解释值不值钱,最快的办法就是问一句:「知道了这个,我下一步会做得有什么不同?」如果答案是「没什么不同」,那这个「为什么」再顺耳,也是噪音。

把尺子攥在手里

三条并成一句话,方便你随身带:

一个「为什么」配得上答案,当且仅当——它**指向一个换个场合还成立的机制**,它有可能被证明是错的,而且它能改变你下一步的判断。

你会发现,财经新闻里那些每日「因为」,几乎一条都过不了这把尺子:它们要么是同义反复(买的人多),要么怎么都圆得回来(情绪使然),要么对你的下一步毫无影响。它们连第一关都过不去。

而这本书接下来要找的,是那些三条全过的真「为什么」。但在去找它们之前,我们得先弄明白一件更基本、也更让人不安的事:**如果一件事根本就是随机的,那它压根就没有「为什么」可问**。市场里到底有多少是随机的?随机又长什么样?这是下一章的事。

第三章·随机长什么样

上一章末尾我埋了一句让人不安的话:如果一件事本来就是随机的,那它根本没有「为什么」可问。这话听着像逃避,其实是全书最硬的一块地基。因为要判断一个「为什么」配不配有答案,你首先得认得出**随机长什么样**——它太会伪装了,伪装成规律、趋势、故事。这一章,我们把随机的真面目拆给你看。

一个醉汉,和一条像股价的曲线

先做个最简单的模型。想象一个醉汉站在路灯下,每一步,他要么往左迈一步、要么往右迈一步,完全靠抛硬币决定,正面向右、反面向左。你把他每一时刻离路灯的距离画成一条曲线——这条曲线就叫**随机游走**: $\text{下一步的位置} = \text{现在的位置} + \text{一个纯随机的小步子}$,没有任何记忆,也没有任何目标。

股价在很短的时间里,近似就是这么个醉汉。今天的收盘价,约等于昨天的收盘价,加上一个方向基本随机的小跳动。

大白话

关键在于:如果你把这个抛硬币的醉汉走出来的曲线画出来,它**看起来和一张真实的股价K线图几乎一模一样**——有上升的「趋势」,有见顶的「双顶」,有跌到某个位置就「获得支撑」再弹起来。这些形态,全是纯随机走出来的。里面没有任何原因,却处处是「规律」。

这不是比喻。做过量化的人常玩一个游戏:把几张真股票走势图,和几张电脑用抛硬币生成的随机游走图混在一起,让老股民挑哪些是真的。结果是:**挑不出来**。那些看图说话、讲头肩顶和支撑位的功夫,在随机曲线上照样能讲得头头是道。你的眼睛,是一台停不下来的规律制造机——哪怕面前根本没有规律。

为什么「一天」几乎全是噪音:算一笔账

光说「随机」还不够狠。我们把它量出来,你就明白单日涨跌为什么不值得追问了。

一只股票的价格,每天的变动可以拆成两部分:

- **信号**: 一个缓慢的、真实的向上漂移。长期看,一篮子股票大约每年涨8%上下(这背后是企业实实在在在赚钱、在成长,后面第十章细说)。一年约250个交易日,摊到每一天,这个真实的信号只有 $8\% \div 250 \approx 0.03\%$ 。
- **噪音**: 围绕这个漂移的随机上下跳动。一只普通股票,单目上下波动1%到2%是家常便饭。这个每天上下跳的幅度,专业上叫波动率——衡量价格抖得有多厉害。就算取小一点,按1.2%算。

现在把两个数摆一起看:每天真实的信号是 **0.03%**,每天的随机噪音是 **1.2%**。噪音是信号的**三四十倍**。

换句话说,你在某一天看到的那根阳线或阴线,里面大约**97%以上是纯噪音**,真正「有原因、有意义」的成分不到3%。你想给这一天找一个「为什么」,等于想给一次抛硬币的结果找一个「为什么」。

这就是为什么第一章那句「今天为什么跌1.2%」注定没有真答案:那1.2%里,几乎全是随机,能被解释的那一丁点,小到你根本从噪音里捞不出来。**不是我们太笨找不到原因,是那里本来就没什么原因可找。**

好消息:时间越长,信号越浮出来

你先别绝望。这笔账反过来算,藏着全书后半段的希望。

噪音和信号,随时间增长的速度是**不一样**的。真实信号(那8%的漂移)是老老实实按天数**线性**累加的:一年就是8%,十年差不多翻倍还多。而随机噪音有个奇妙的性质——它是按时间的**平方根**长大的,长得比信号慢得多。

大白话

为什么是平方根?因为随机的上跳和下跳会互相抵消一部分。抛100次硬币,你偏离「一半正一半反」的幅度,不是100那么大,而是大约10(也就是100的平方根)那么大。抵消让噪音长得很慢。

算一下就看出反转:

- **一天**: 信号0.03%,噪音1.2%。噪音是信号的三四十倍——几乎全是随机,没法问为什么。

- **一年**:信号8%,噪音大约 $1.2\% \times \sqrt{250} \approx 19\%$ 。噪音还是比信号大,但已经从三四十倍缩到只有约2倍多了。
- **十年、二十年**:信号一路线性累加、越滚越大,噪音却被平方根拖着慢慢爬。到这个尺度,信号终于盖过噪音——企业到底赚没赚钱,这件真事,浮出了水面。

这就是这本书的一条暗线:「**为什么**」不是均匀地分布在所有时间尺度上的。你把镜头拉到一天,画面里几乎全是雪花噪点,问什么都是白问;你把镜头拉到十年,噪点被平均掉,真实的图像才显影。同一个市场,同一个「为什么」,在短尺度上不配有答案,在长尺度上却配——尺度,才是那个决定性的开关(第十章我们专门拧这个开关)。

那,到底谁在制造噪音?

讲到这你可能会追问:既然单日大部分是随机噪音,那这些噪音又是谁弄出来的?总有人在买在卖啊。

问得好,而且这个问题本身就比较「今天为什么跌」高明多了。噪音的来源,一部分是无数人各自的小理由(有人要用钱、有人调仓、有人手一抖),它们彼此不相关,搅在一起就成了看不出所以然的随机跳动。但还有一部分,来自一个更有意思的东西:**我们这些人,天生就忍不住要给随机的东西编故事、并照着故事去交易**。这个「编故事的本能」怎么反过来搅动市场,是下一章的主角。

第四章 · 大脑是台造因果的机器

上一章我们把单日涨跌拆成了「一丁点信号 + 一大片噪音」。但这里有个怪事:如果单日大半是噪音,为什么全世界的人——包括聪明人、专业人——都对每天的「为什么」深信不疑、乐此不疲?

因为问题不在市场,在**我们这颗脑子**。它是一台出厂就装好了的、停不下来的造因果机器。这一章讲的是这台机器怎么运作,以及它怎么把你骗进坑里。

看见原因,是刻在基因里的求生本能

想象十万年前草原上的你祖先。草丛「沙」地响了一声。有两种反应:

- 甲:「一定是猛兽!」撒腿就跑。结果十次里九次只是风。他白跑了九次,浪费点力气。
- 乙:「大概是风吧。」淡定不动。结果十次里有一次真是豹子。他被吃掉了一次——就没有然后了。

谁的后代活了下来?甲。于是,「宁可错认一个不存在的原因,也不能漏掉一个真实的原因」这套反应,被自然选择一代代刻进了我们的脑子。**我们是那些「过度看见因果」的人的后代**。看见原因,哪怕是假的,曾经保命;而「这只是随机,没有原因」这句话,在草原上会要命。

大白话

问题是,这套在草原上保命的本能,搬到股市里就成了灾难。市场里那声「沙沙响」大多真的只是风(噪音),可你的脑子还是本能地喊「有猛兽!」,然后煞有介事地告诉你猛兽的名字叫「获利盘回吐」。

故事,是大脑给世界做的有损压缩

大脑存不下、也懒得存一堆杂乱无章的事实。它偏爱**故事**——有起因、有经过、有结果的一条线。把一地鸡毛的事实,压缩成一个说得通的故事,大脑就觉得「我懂了」,然后心满意足。

这种「用一个顺耳的故事替代一堆杂乱事实、并误以为自己搞懂了」的倾向,叫叙事谬误。它的坑在于:一个故事听起来越顺、越完整、越有戏剧性,你就越信它——可这三样,和它是不是真的,一点关系都没有。

「公司A股价三年涨了十倍,因为创始人有远见、踩中了风口、管理层执行力强。」这个故事太顺了,顺到你忘了问:那些同样有远见、同样踩风口、同样能干,却倒闭了的公司,你怎么从来没听说过?——因为它们死了,没人给死人写成功学。你听到的每一个「因为」,都是从活下来的样本里挑出来的。

这是叙事谬误最阴的地方:它总是拿一堆精选过的事实,喂给你一个滴水不漏的故事,而把不利的、随机的、活该没活下来的那部分,悄悄从画面里裁掉了。

「我早就知道」:后见之明这个骗子

造因果机器还有第二个更隐蔽的零件。事情一旦发生,你就**没法再假装不知道它了**——而这会彻底扭曲你对「当初有多难预测」的记忆。

这叫后见之明偏差——一件事发生后,你回头看,会觉得它「本来就该这样、我早该看出来的」,过去显得比当时真实经历时确定得多、必然得多。

心理学家做过一个经典实验:事件揭晓前,让一群人给「某件事会发生」打个概率;揭晓后,再让另一群(或同一群)人回忆「当初我觉得多大概率」。结果,知道了结局的人,系统性地**高估**了自己当初的判断——本来只给了三成把握,事后却「记得」自己当时就有七八成。结局像一束光,倒着照回过去,把当时的一团迷雾照成了一条笔直的路。

大白话

放到股市:一场崩盘过后,满屏都是「早有征兆」「泡沫明显」。可如果征兆当真那么明显,为什么崩盘**前一天**价格还在高位、没人跑?因为那些「明显的征兆」,是崩盘这束光倒照回去、事后才被点亮的。当时它们淹没在同样一大堆「什么事都没有」的信号里,根本挑不出来。

致命的一步:你把编的故事,拿去下注了

到这里,两个零件——过度看见因果 + 后见之明——合起来会催生一个要命的错觉:**市场是可以看懂、可以预测的,我上次不就「看懂」了嘛。**

于是你开始行动。你在随机的K线里「看出」了一个头肩顶,你相信「这次不一样」,你照着一个其实是噪音的信号去买去卖。而上一章结尾我留的那个问题——单日那些噪音到底是谁制造的——答案有一大块正是这里:**是千千万万个「自以为看懂了」的人,拿着各自编出来的故事去交易,互相碰撞,搅出来的。**你越想在噪音里抓规律,你自己就越是变成别人眼里的噪音。造因果的本能,就这样闭合成一个自我喂养的圈。

唯一的解药:警惕那声「原来如此」

这台机器你关不掉,它是硬件。但你能学会**不信任它给你的那声「咔哒」**——就是脑子里「啊,原来如此,这下讲通了」的那一下轻响。

记住一件事,它可能是这本书里对你最有用的一句:

「讲通了」的爽感,不是你搞懂了的证据。一个真的解释和一个编的故事,**从你脑子内部体验起来,一模一样**——都会给你那声「原来如此」。要分辨它俩,光靠感觉永远不行,只能靠上一章那把尺子:它指向机制吗?它可能被证伪吗?它能改变你下一步吗?

好。现在你知道了:市场里大量的「为什么」是噪音,而我们的脑子还偏偏爱给噪音编故事。那么,有没有一种「为什么」是真的、扛得住那把尺子的?有。而且第一个真「为什么」,恰恰藏在一个反直觉的地方——市场价格里,其实**已经**装进了几乎所有人已经知道的东西。这是下一章的题目。

第五章 · 价格是一台已经算过的机器

前四章基本在做减法:每天的「为什么」多半是噪音,我们的脑子还爱给噪音配故事。现在开始做加法——去找那些真的、扛得住第二章那把尺子的「为什么」。第一个,藏在一个大多数人从没正眼看过的事实里:

你在屏幕上看到的那个价格,不是一个数字,是一台**已经算过账的机器**吐出来的结论。市面上几乎所有人已经知道的信息,都被它嚼碎、算进去了。

这个想法叫**有效市场**——大意是:一条信息只要已经公开、大家都知道了,它对价格的影响就**已经发生完了**,价格里早就含着它。听懂这一条,你会当场戒掉一大半坏问题。

地上不会有没人捡的百元大钞

先讲个流传很广的段子。一个经济学教授和学生走在路上,学生喊:「地上有张一百块!」教授头也不回:「不可能。要真有,早被人捡走了。」

这个段子常被人当笑话讲教授迂腐。但它其实精准道出了有效市场的**机制**——注意,是机制,不是教条。为什么地上难有没人捡的百元大钞?不是因为钞票有魔法,而是因为**捡钱的人太多、手太快**。任何一张真掉在显眼处的钞票,会在极短时间内被路过的某个人捡走。于是你能看到的地面,总是「已经被捡干净」的状态。

大白话

股价一模一样。假设有一条谁都能看到的公开消息,明摆着意味着某只股票该涨。会发生什么?成千上万盯着盘的人瞬间抢着买,把价格**当场就买上去**,直到便宜不复存在。等你我反应过来,价格早已到位——那张钞票,在你弯腰之前就没了。

所以有效市场不是什么神秘假设,它就是「**一群聪明、贪婪、手快的人互相竞争**」的必然结果。竞争越激烈,免费的午餐被抹掉得越快,价格就越「有效」。这个机制换个场合还成立(第二章第一关过了),它也可以被证伪(如果你真能持续从公开信息里捡到钱,它就错了——第二关也过了)。

于是「公司好,所以该涨」几乎总是错的

这条机制,一刀砍掉了散户最常犯的一个错误问题。

「这家公司这么好,产品牛、管理强、行业景气,我该买它,它会涨。」——听着天经地义,其实是个陷阱。问题出在:这家公司好,**是不是只有你一个人知道?**当然不是。它的好,财报里写着,分析师报告里吹着,全市场几万双眼睛都看着。

既然「它很好」是**公开的、大家都知道的**,那这份「好」**早就被算进现在的价格里了**。你以「好公司」为由买进,你不是第一个发现它好的人,你是第一万个——前面那九千九百九十九个人的买入,已经把价格顶到了「配得上这份好」的位置。你付的是一张已经反映了「它很好」的价签。

这就解释了一个让无数新手困惑的现象:**为什么明明是家好公司,买了却不涨,甚至跌**。因为「好」不是涨的理由——「好」是已经发生过的事,是价格的**前提**,不是价格的**动力**。真正能推动价格往前走的,只能是那些**还没被算进去**的东西(下一章专门讲这个)。

那把问题改一个字,它就活了

有效市场不是让你别投资,是让你把问题问对。对着一只股票,下面这两个问题,一个是死的,一个是活的:

- **死问题**:「这是家好公司吗?」——答案是「好」也没用,因为「好」已经在价格里了,不带任何可赚的信息。
- **活问题**:「它**比价格假设的还要好吗?**」——也就是说,市场现在的定价,是不是低估了它?你手里有没有一个别人还没算进去、或者算错了的判断?

大白话

差别就一个字,却是天壤之别。买股票赚钱,靠的从来不是「买好公司」,而是「买被低估的东西」——低估,意思就是价格这台机器**这一次算错了**,或者还有一块它没来得及算。你赚的,是价格与真实价值之间那道你看得见、别人还没看见的缝。

但这台机器,并不完美(这很重要)

把有效市场当成铁律,又会掉进另一个坑,所以得补一句关键的话:**价格这台机器算得很快、很聪明,但它不是神,它会算错。**

这里有个绕不过去的道理。你想想:如果价格**永远绝对正确**、任何信息一出来就瞬间百分百反映到位,那还有谁愿意花钱花力气去研究公司、去挖信息?没有回报,谁干这苦活?可要是没人去研究了,信息又靠谁塞进价格里?——这就自相矛盾了。

所以真相是:市场**必须**留着一点点「不那么有效」的缝隙,好让那些辛苦挖信息的人能赚到钱、有动力继续挖。价格之所以大体有效,恰恰是因为有一群人赌它**局部无效**、扑上去纠正它——他们的存在让价格变准,而他们的报酬,来自价格暂时的不准。

这给你留了一道门缝,也给你划了条底线:市场大体上算得对(所以别指望靠公开的旧消息捡钱),但它偶尔、局部会算错(所以真本事有地方使)。**你能赚到的每一分钱,都对应着价格这台机器的某一次具体的算错。**

那,机器最容易在什么地方算错?最大的一类,是它**没法预知的意外**——那些谁都还没算进去的新东西。它们才是真正推动价格的力量,也是我们要找的第一个货真价实的「为什么」。下一章见。

第六章 · 真正推动价格的是意外

上一章的结论逼出了一个问题:如果价格已经把所有**已知**的东西都算进去了,那还有什么能推动它?

答案只有一个词:**意外**。价格只会被那些**还没被算进去**的新东西推动——也就是,和大家原本预期不一样的部分。这一章,我们就把这个「意外」讲透。它是全书第一个货真价实、扛得住那把尺子的「为什么」。

市场买卖的不是「好坏」,是「和预期的差」

先立住一个核心念头。价格反映的,不是一家公司「好不好」这个绝对值,而是市场对它的**预期**。价格要动,只能是这个预期被**改写**了。

改写预期的那股力量,就是**预期差**——实际发生的,和大家原本以为会发生的,两者之间的差距。业内也叫「惊喜」(surprise)。请记住这个也许反直觉的等式:

推动价格的,不是消息本身,而是「消息 减去 预期」。消息再好,只要没好过预期,对价格就是零;消息平平,只要比预期强,价格照样往上跳。

市场早就有句老话点破了这件事:「**传闻时买入,兑现时卖出**」(buy the rumor, sell the news)。一个利好还在传闻阶段、大家**预期**它会发生时,买盘就已经把价格推上去了;等它真正落地、白纸黑字兑现,这份「好」已经全在价格里,没有新东西了,于是先前博传闻的人纷纷获利了结——好消息落地那一刻,股价反而跌。

好消息,坏股价:一个把人看懵的例子

把这套逻辑放进最常见的场景——公司发财报——你就能看懂那个最让新手崩溃的现象。

假设有家公司,季度利润**大涨30%**。你一看,好事啊,冲进去买。结果财报一出,股价当天**跌了8%**。你血压飙升:这世界没天理了?

有天理。你漏看了一个数:在财报公布**之前**,华尔街的分析师们早就摆出了他们的**一致预期**——市场提前形成的、对这个数字的平均猜测。而他们一致预期的,是利润涨**35%**。

- 市场**事先押的**:+35%。这份乐观**已经被买进了价格里**(上一章的道理)。
- 实际**交出的**:+30%。
- 于是真正的新信息、真正的「意外」是: **$30\% - 35\% = -5\%$** ,一个**负**的惊喜。

大白话

看懂了吗?利润涨30%是天大的好事——但它**没有好过大家已经押进价格里的那份好**。相对于预期,它其实是个坏消息。价格早已站在「+35%」的高台上,如今现实只够到「+30%」,自然要往下掉一截,把那多算的5%吐出来。**跌的不是业绩,跌的是落空的预期。**

反过来完全对称:一家公司利润**下滑**10%,听着糟透了,可如果市场原本预期它要滑20%,那实际-10%相对预期是个**正**惊喜——股价很可能大涨。这就是为什么你会一次次看到「巨亏的公司暴涨、大赚的公司暴跌」这种看似荒诞的场面:**市场从不给你业绩打分,它只给你「业绩减预期」打分。**

为什么这个「为什么」是真的

拿第二章那把尺子量一量「预期差」,三关全过:

- **有机制**:意外出现 → 所有人重新估算这家公司未来能赚多少 → 重新出价 → 价格跳到新位置。这条传导链清清楚楚,而且换任何一只股票、任何一次财报都成立。
- **可证伪**:它下了明确的注——股价的反应方向,应该跟着「实际减预期」的符号走,而不是跟着业绩的绝对好坏走。真要有大量公司「超预期却大跌、不及预期却大涨」且找不到别的解释,这个理论就完蛋。(大规模的统计一次次证实:超预期的股票,财报后一段时间倾向于继续偏强——这个现象真实到有专门的名字,叫「盈余公告后漂移」。)
- **能指导下一步**:它彻底改造了你看财报的方式——别再问「涨了多少、赚了多少」,要问「比大家预期的高还是低」。看新闻标题里的绝对数字去交易,是新手;盯着预期差,才算入门。

但请注意这个真「为什么」的边界

这里有个极其重要、也极其容易被人得意忘形时忘掉的转折,我必须讲清楚:

预期差能**干净利落地解释**价格**已经发生**的跳动——事后你总能说清「哦,因为实际比预期差了5个点」。但它**几乎不能帮你预测下一次**。为什么?因为「意外」这个词,本身就意味着**无法被预知**——如果你能提前算出财报会低于预期,那这个信息立刻就变成了「已知」,当场被买进价格,也就不再是意外了。

这是一个微妙但关键的分野:一个真的「为什么」,可以既是**扎实的**解释,又不是**可靠的**预言。预期差就是这样——它是理解市场怎么运转的一把好钥匙(解释过去),却不是一台印钞机(预言未来)。谁要是拿它跟你保证「下次财报必涨」,那他要么在骗你,要么还没读懂「意外」这两个字。

那问题就来了:既然单个意外无法预测,是不是市场里就没有任何可以**反复利用**的「为什么」了?也不是。有些「为什么」的证据,不在某一次事件里,而在**成千上万只股票、几十年的**重复里——一次说明不了什么,一万次就成了规律。这是下一章的主题。

第七章·一次不算数

上一章留了个难题:单个「意外」无法预测,那市场里还有没有可以**反复利用**的「为什么」?有。但要找到它,你得先换一种看市场的姿势——从「盯着一只股票看它的故事」,换成「把几千只股票排成一排一起看」。这一换,很多假规律现了原形,少数真规律浮了出来。

一次成功,什么都证明不了

先讲个扎心的事实。老王去年重仓一只股票,翻倍了。他跟你大谈他的选股心法。这套心法是**真的「为什么」**吗?

不知道。因为你只有**一个样本**。一次成功,可能是心法真管用,也可能纯粹是运气——是第三章那个抛硬币的醉汉,恰好这次往右迈了一大步。**你没法从单独一次结果里,把「本事」和「运气」分开**。这也是为什么「股神」的故事永远不缺,而能持续几十年的却屈指可数——大部分「股神」,只是还没轮到他那次往左迈的硬币。

大白话

这里藏着一把判断「为什么」真假的硬标尺:**一个规律配不配有答案,不看它这一次灵没灵,看它在大量互相独立的样本上,是不是稳定地重复出现**。一次是故事,一万次才是规律。

换个姿势:把几千只股票排成一排

怎么凑够「一万次」?办法是换一个维度看市场。

过去你习惯的是**跟着一只股票、沿时间往前看**——它今天、明天、后天怎么走。现在换成:**在同一个时刻,把市场上几千只股票并排摆开,一起打量**。这个横过来、一次看全体的视角,叫**横截面**。

有了横截面,你就能问一类全新的、而且可以严格检验的问题:

把所有股票按某个特征分个类——比如按「便宜还是贵」、按「公司大还是小」——那么,具备某个特征的这一大群股票,长期平均下来,回报是不是**系统性地**高过另一群?

注意「系统性地」「一大群」「长期平均」这几个词。我们不再赌某一只、某一天,而是问几千只股票、几十年里的**平均倾向**。运气会在这么大的样本里被大量抵消掉,剩下的,才可能是真东西。

因子:被几千只股票、几十年反复盖章的规律

用横截面这么一筛,人们真的筛出了几条顽强重复的规律。这种「一沾上它,一大群股票的长期回报就系统性地不一样」的股票特征,叫**因子**。经得起反复检验的经典因子有这么几个:

- **价值**:便宜的股票(相对于它的资产、盈利,价格偏低)长期平均跑赢贵的股票。这是被研究得最多的因子之一。
- **规模**:历史上,小公司的股票平均回报高于大公司——尽管这个效应后来减弱了,也一直有争议。
- **动量**:过去几个月涨得好的股票,在接下来的几个月里,倾向于继续偏强(这和第六章那个「盈余公告后漂移」是近亲)。

这些因子和老王的一次翻倍,是天壤之别。它们不是一只股票、一段时间的孤例,而是在**成千上万只股票、跨越几十年、甚至换到别的国家**都反复出现的统计事实。它们扛得住第二章那把尺子:有稳定的、可重复的机制,可以被后来的数据证伪,也真能指导你怎么配置。**正是「重复」**这两个字,把它们从故事升格成了「为什么」。

那这些因子,为什么会赚钱?(一个诚实的悬案)

好玩的来了。因子**存在**——这是数据钉死的事实;但它**为什么**存在,学界至今没吵完。主要有两派解释,而且很可能两派都对一部分:

- **你是在为风险领工钱**:也许便宜的股票之所以便宜,是因为它们真的更危险(公司多半陷入困境、容易在坏年景里雪上加霜)。你买它拿到的超额回报,不是白捡的,是**你替别人扛了这份风险**,理应得到的补偿。

- **你是在捡别人犯错掉的钱:**也许是人性的系统性偏差——大家习惯性地追捧光鲜的贵公司、嫌弃沉闷的便宜货,长期把便宜的压得过便宜。你逆着这个偏差买,赚的是**群体持续犯同一个错**留下的钱。

大白话

请特别注意这一点,它体现了成熟的态度:一个「为什么」的「存在」可以被牢牢确认,它的「成因」**却可以仍在争论**。「因子确实赚钱」是事实;「因为风险还是因为人犯错」是尚未定案的解释。承认后者没定论,丝毫不动摇前者。分清「这件事是真的」和「我完全说清了它为什么真」,是不被忽悠的关键一步。

两个别忘的尾巴

因子这故事听着诱人,但有两根尾巴必须拎清,否则又要掉坑:

第一,规律会因为被发现而变弱。一个赚钱的因子一旦被写成论文、传遍市场,就会有大批资金涌进来照着做,把这块便宜慢慢买没——这正是第五章那台「机器」在纠错。很多因子被公开后,效果确实打了折。**你越晚知道的「秘诀」,通常越不值钱。**

第二,也是更危险的:如果你拿着海量数据使劲翻找,你总能翻出一些「过去很灵」的规律——哪怕它纯属巧合。那么,一条在历史数据里闪闪发光的「规律」,到底是真因子,还是数据堆里碰巧凑出来的鬼影?这个要命的区分——真机制和假巧合——就是下一章要专门处理的。

第八章·巧合工厂

上一章我们靠「重复」把真因子从孤例里拣了出来。但这里埋着一个魔鬼:有些假规律,也会「重复」很多年。它们在历史数据里灵得吓人,却纯属巧合。这一章,我们进这座「巧合工厂」看看它怎么量产假「为什么」,再学会怎么把它的产品一眼认出来。

超级碗指标:灵了几十年的一个笑话

先看一个真实存在、而且真的灵了几十年的「规律」。

美国的年度橄榄球总决赛叫超级碗。有人发现了一条诡异的规律:如果夺冠的是来自某一个老联盟的球队,那一年美股就涨;如果是另一个联盟的球队夺冠,那一年美股就跌。这就是大名鼎鼎的「超级碗指标」。从上世纪六十年代起,它在头二十多年里的命中率高达八成以上——比绝大多数华尔街分析师的预测都准。

现在请你摸着良心回答:一场橄榄球赛的胜负,和一整年的股市涨跌,有任何一根可以想象的因果链条把它们连起来吗?球员的触地得分,会以什么机制影响苹果公司的利润、影响利率、影响千万家企业的经营?

大白话

答案是:一根都没有。超级碗指标是一个百分之百的巧合。它命中率高,不代表它有道理——它只是运气好,而且我们的脑子(还记得第四章那台造因果机器吗?)特别乐意为这种巧合鼓掌。它后来也确实「失灵」了,因为巧合本来就没有不失灵的义务。

同一类的还有一大堆:「裙摆越短股市越牛」(裙摆理论)、某某月份魔咒、大选年规律……它们的共同点是:统计上曾经「很准」,机制上完全说不通。

巧合是怎么被批量生产出来的

你可能纳闷:哪来这么多灵验的巧合?这就要讲这座工厂的核心机器了,它叫多重比较——同时拿很多个东西去和股市对照,只要试的次数够多,纯靠运气也一定能撞上几个「看起来很准」的。

打个比方。让一个人连抛10次硬币全是正面,几乎不可能(大约千分之一)。但你要是找来一千个人**同时**抛,那么「有某个人抛出10连正」几乎是必然的。事后你把那个人单独拎出来,惊呼「神了!他有特异功能!」——你忘了背后还站着999个失败的人。

市场里有成千上万个可以拿来对照的变量:天气、球赛、行星位置、某国黄油产量.....你(或者一台不知疲倦的电脑)把它们统统和股市比一遍,**其中必然有一些,纯粹因为巧合,和股市的历史走势严丝合缝**。超级碗只是那个「抛出10连正」的幸运儿,被人从沉默的失败者堆里挑出来当了明星。

有个经典的玩笑最能说明问题:一位研究者半开玩笑地演示过,**孟加拉国的黄油产量**,能「解释」美国标普500指数几十年走势的一大半;再拼上美国的奶酪产量和绵羊数量,拟合度高得吓人。当然,黄油和股市之间没有任何因果——它只是被从海量变量里翻出来的、又一个严丝合缝的巧合。这种「数字上高度同步、现实中毫无因果」的关系,叫**伪相关**。

更隐蔽的坑:把模型喂得太饱

多重比较还有个孪生兄弟,叫**过度拟合**——给一个模型装上足够多的旋钮,它就能把**任何**一段历史数据拟合得完美无缺,可一旦拿去预测未来,立刻现形。

大白话

这就像给一件衣服,照着某个人昨天的身材,一针一线缝到严丝合缝——每一道褶子都对上了。你惊叹「太合身了!」。可这件衣服只对「昨天的那个人」合身,换个人、换一天,处处别扭。一个把过去每个坑都精确绕过的选股公式,通常不是抓住了规律,而是把过去的**噪音**也当成规律,一并缝进去了。

那,怎么把真机制和假巧合分开?

这才是本章的重点。麻烦在于:在历史数据里,超级碗指标和一个真因子,可以长得**一模一样**——都是一条漂亮的、很准的曲线。光看回测(拿历史数据检验),你分不出真假。要分开它们,得靠回测之外的四个追问:

- **先有机制,还是先有规律?**你是先想明白一个说得通的因果道理、再去数据里验证它;还是先在数据里瞎撞出一条曲线、再回头给它编一个故事?**前者可信,后者高度可疑**。超级碗属于后者

——先有巧合,再硬凑理由。

- **它到底试了多少次?**一条「二十分之一概率才出现」的规律,如果是从一百条里挑出来的,那它出现纯属必然,毫无意义。**永远要问:为了找到这个'发现',背后一共试了多少个没成的?**
- **换一批没用过的数据,它还灵吗?**这叫样本外检验——拿你当初**没有**用来找规律的数据(别的年份、别的国家、发现之后的新数据)去考它。真机制多半扛得住,巧合大概率当场露馅。
- **有没有一根能讲清的因果链,且这钱为什么没被人赚光?**真「为什么」得能说清它靠什么机制赚钱,以及为什么这机制没被聪明钱迅速抹平(比如它对应着一份真实风险)。说不清机制的,基本是巧合。

这四问串起来其实就是第二章那把尺子的实战版。它给你的最终判断力是:

一条规律「在历史上很准」,**本身几乎不构成任何证据**——因为巧合工厂能量产一大堆「历史上很准」的废话。真正的分水岭,从来不是它过去灵不灵,而是:它背后有没有事前就成立的机制,以及,它在没被你挑拣过的新数据上还灵不灵。

好。到这里,我们已经能识别真因子、也能戳穿假巧合了。但还有一个更根本的问题没回答:就算一个机制是真的,凭什么**你**能靠它赚到钱?每一笔你赚的钱,都得有另一个人在对面亏。那个人是谁,他为什么心甘情愿地亏给你?想不清这个,再真的「为什么」也落不进你口袋。下一章,我们去市场的另一边看看。

第九章·谁在另一边亏钱

前面几章,我们学会了识别真机制、戳穿假巧合。但就算你手里攥着一个千真万确的「为什么」,还有一道坎没过:**凭什么是你,靠它赚到钱?**这一章讲一个被大多数人彻底忽略、却决定成败的角度——市场的另一边。

你赚的每一块,都有人在对面亏

先分清两种「赚钱」,它们的性质天差地别。

第一种,是**跟着整个市场一起涨**。几十年里,企业实实在在地创造了价值、赚了利润,所有长期持有股票的人,可以**一起**把蛋糕做大、一起赚钱——这一部分不是谁赢谁输,是大家共同分享经济增长(下一章的主角)。

第二种,是**跑赢市场**:靠选股、择时,拿到比大盘更高的回报。这种「超出大盘的那部分」超额收益,业内叫阿尔法。而阿尔法有一个冷冰冰的数学性质:

所有人的阿尔法加起来,必然等于零(还没算手续费的话)。**你比大盘多赚的每一块钱,一定对应着另一个人比大盘少赚的一块钱。**因为大家买卖的是同一批股票,整体收益就是大盘那么多,你多拿的,只能从别人碗里来。这叫零和——一方之得恰是另一方之失,加总为零。

更扎心的是:一旦算上买卖的手续费、税、买卖差价,这个游戏对**参与交易的所有人合起来**就成了**负和**——大家平均而言,还跑输了大盘,输掉的部分进了券商和交易系统的口袋。这不是观点,是加减法,躲不掉。

那句让你脊背发凉的扑克桌名言

零和意味着什么?意味着你想赚阿尔法,就必须有人把它输给你。于是一个你从不敢问的问题,变得性命攸关:

我这笔交易的对面,那个把股票便宜卖给我、或者高价从我手里买走的人,**到底是谁?他为什么甘愿站在亏钱的那一边?**

赌场和牌桌上有句老话,句句戳心:「如果你坐上牌桌,半小时还看不出谁是个待宰的冤大头——那冤大头就是你。」

大白话

这句话是全章的钥匙。市场是一张巨大的牌桌,坐着高频交易的机器、几十年经验的基金经理、掌握你看不到信息的人。你凭「一个好公司」的直觉冲进去买,你得先想清楚:卖给你的那个人,很可能比你懂得多、算得快。**如果你说不出对面的人错在哪、你强在哪,那大概率,你就是那个冤大头。**

可对面的人,不一定是傻子

这里要拐一个重要的弯,否则你会以为「赚钱就是从蠢人手里抢」——不全对。市场另一边那个「亏钱」给你的人,很多时候**又不傻,而且他那样做完全理性**。他为什么心甘情愿当对手方?几种正当理由:

- **他不是为赚价差才交易的。**比如一只指数基金,规则要求它必须按比例买卖,不管划不划算;比如一个人急着用钱、必须马上套现;比如一家公司在回购或增发自己的股票。他们交易的目的压根不是「预测涨跌」,所以由他们来当你的对手方,天经地义。
- **他在把烫手的风险转嫁给你,并为此付钱。**有人手里的风险扛不动了(比如航空公司怕油价暴涨),愿意**贴钱**把这份风险甩给能扛的人。你接过风险、赚的是这份「保险费」——他不是输给你,是花钱买了个安心。
- **他和你的时间尺度、承受力不一样。**市场恐慌时,有人心态崩了、不计成本地割肉离场。你能扛住这份颠簸、在别人夺路而逃时接盘,赚的是**替惊慌者提供了流动性、替他扛住了他扛不住的波动的**报酬。
- **他确实在系统性地犯错。**这才是第七章那个「行为偏差」派说的:一大群人长期重复同一个错(追涨杀跌、迷信明星股),把钱留在了桌上。

看清楚这四种,你就明白了一件深刻的事:**一个真能赚钱的「为什么」,必须能说清对面那个人是「谁类型」、以及他「为什么」把便宜让给你**——是因为他被规则逼着交易、还是在花钱买保险、还是扛不住波动、还是真在犯错。说得出来,你的优势才成立;说不出,你就是在替别人的优势买单。

把它变成一把随身的尺子

这一章其实是给第二章那把尺子,补上了最锋利的一条刃。以后任何人向你兜售一个「稳赚的理由」,你只需冷冷地问一句:

「这笔钱,是谁在对面输给我?他为什么愿意输?我又凭什么比他强?」——如果答不上来,这个「为什么」就不成立。它没有回答「机制在谁身上兑现」,它只是一个漂亮的、即将由你来买单的故事。

这也顺带解释了,为什么对绝大多数普通人来说,老老实实买一只宽基指数基金,反而是最聪明的选择:你干脆**退出了那场零和的抢夺**,不再费力去当谁的对手方,只安安静静收下第一种钱——整个经济增长分给你的那一份。

说到这份「整个市场一起赚的钱」,它其实是全书**最结实**的一个「为什么」——它不靠谁犯错,不靠信息优势,几十年、几十个国家的数据都撑着它。它到底从哪来、为什么稳,取决于一个我们反复擦肩而过的开关:**时间尺度**。下一章,我们把这个开关拧到底。

第十章·尺度决定一切

整本书里,有一个开关我们反复擦肩而过:第三章算信噪账时它露过脸,上一章讲「和大家一起赚的钱」时又指向它。现在,我们把它拧到底。这个开关的名字叫**时间尺度**,它几乎单枪匹马决定了:你问的那个「为什么」,到底配不配有答案。

同一个问题,一天没答案,二十年有答案

先把第三章那笔账的结论请回来:市场里的真实信号(企业慢慢赚钱带来的向上漂移)是按时间**线性**累加的,而随机噪音只按时间的**平方根**慢慢长。两者赛跑,时间越长,信号越是把噪音甩在身后。

于是同一个问题「股价为什么会动/为什么会涨」,在不同尺度上,是**两个完全不同的问题**:

- **一天**:答案约97%是噪音——这个「为什么」不配有答案,追它是追一阵风。
- **一年**:噪音还压着信号(大约2比1),多半仍是白问。
- **二十年**:信号早已盖过噪音——这时「股票为什么上涨」终于有了一个扎实、可讲清的答案。

请你务必停在这句话上想一想,因为它是这本书的脊梁:**不是市场有时给答案、有时不给;是同一个「为什么」,在短尺度上根本不成立、在长尺度上才成立**。决定它成不成立的,不是你多聪明,而是你把镜头对准了多长的时间。问对尺度,废问题会变成真问题。

全书最结实的那个「为什么」

那把镜头拉到几十年,那个浮出水面的答案,到底是什么?它是整个投资世界里**地基最深、证据最硬**的一条规律,叫股权风险溢价——一个吓人的词,拆开却很朴素:

长期来看,股票的回报,会**系统性地高于**把钱借出去(买国债)或存银行拿的利息。高出来的那一截,就是「股权风险溢价」——你因为持有股票、承担了额外风险,而额外拿到的那份补偿。历史上、全球平均算下来,股票每年的真实回报大约5%上下,比现金高出约**四到五个百分点**。别小看这几个点:按每年多赚5%复利滚上20年,你的钱会变成约2.6倍;滚30年,约4.3倍——差距惊人。

而它**为什么**存在,机制干净得让人安心,正是上一章的道理:**股票是有风险的**——它会腰斩,会连跌十年,分红说没就没。理性的人不会白白扛这份提心吊胆,他们要求一个补偿价才肯持有。这个补偿,就是长期那多出来的几个百分点。**股权风险溢价不是天上掉的馅饼,是你替所有不敢扛、扛不住的人,扛下了波动,市场付给你的工钱。**

拿第二章那把尺子量它,三关过得漂亮:有清清楚楚的机制(承担风险 → 获得补偿);可以被证伪(如果有大量国家的股票在长达一个世纪里都跑输债券,这条就危险了);能实打实指导你的决定(如果你的钱能放上十年二十年,那么押在股票上、而不是全趴在银行里,是有坚实依据的)。这,才叫配得上一个答案的「为什么」。

但请你诚实地面对这份「结实」的代价

这是本章最不能省的一段。股权风险溢价是全书最硬的「为什么」,但它是一个**关于风险的、概率性的**为什么,绝不是一张保票。把它当保票的人,迟早被现实教做人。

- **「长期」可以长到吓人。**日本股市1989年底见顶,之后花了**三十多年**,直到2024年才重新站上当年的高点。美股1929年崩盘后,单看指数也花了约二十五年才回到崩前。「长期会涨」是真的,但那个「长期」,可能长过一个人的整个职业生涯。
- **我们看到的漂亮数据,本身带了幸存者偏差。**还记得第四章那个坑吗?我们津津乐道的百年长牛,大多是美国这种「活得好」的市场。历史上有些市场直接**归零**了——革命、战争让交易所关门,投资者血本无归。只盯着赢家算平均,会高估这份溢价的可靠性(严肃的研究会特意把这些「死掉的市场」也算进来,得到的溢价更清醒)。

所以最诚实的说法是:股权风险溢价这个「为什么」,配得上一个答案——但那答案是「**长期而言、平均来说、作为承担真实风险的补偿**」,而不是「必然、马上、对每个人、对每个市场」。它的**结实**和它的**不确定**,是同一枚硬币的两面:正因为它有真风险,它才付得起那份溢价。风险要是假的,溢价也就没了。

时间,是普通人手里唯一的真优势

把这一章收成一句能用的话:**你赚钱的胜算,藏在时间尺度里,而不是藏在明天的涨跌里。**

你没有高频机器的速度,没有内部信息,在短尺度那场零和游戏里,你多半是上一章说的那个冤大头。但你手里握着一样多数机构反而稀缺的东西——**你可以等很久很久**。你可以把镜头对准二十年,让线性增长的信号,慢慢把噪音碾平。这是普通人几乎唯一、却足够强大的优势:不是比别人聪明,是比别人有耐心,肯把时间站在信号那一边。

到这儿,「哪些问题配有答案」这条主线基本铺完了:短尺度是噪音,长尺度是溢价;真机制靠重复,假巧合靠数据挖掘;赚钱得说清对手方。但市场里还有一类现象格外扎眼——泡沫和崩盘。它们看起来疯得毫无道理,可它们背后,偏偏藏着一个**真的、结构性的**为什么。这是下一章的事。

第十一章·集体失灵

到目前为止,我们找到的真「为什么」,都藏在冷静的地方:预期差、因子、风险补偿。但市场偶尔会彻底发疯——先是所有人抢着买、价格涨到离谱,然后在几天里崩塌一半。这种时候,基本面根本解释不了。可越是这种疯狂,背后越藏着一个**真的、结构性的**为什么。只不过,它是一种和前面都不一样的机制:它不关乎某家公司值多少钱,它关乎**人和人之间的反馈回路**。

价格不只反映现实,有时它还改写现实

第五章我们说,价格像一台机器,被动地把已知信息算进去。大部分时候这没错。但泡沫里,有个更诡异的东西启动了。

金融大鳄索罗斯给它起了个名字叫反身性——意思是,价格不只是被动地**反映**现实,有时它会反过来**改变**现实,然后被改变的现实又推动价格,形成一个自我加强的回路。听着抽象,例子却很具体:

一只股票涨了 → 持有者觉得自己变富了、更敢消费和投资,公司也能借着高股价低成本地融到钱、扩张业务 → 于是公司的**基本面真的变好了** → 变好的基本面「证明」了高股价合理,吸引更多人买 → 价格涨得更高.....如此循环。

大白话

看出问题在哪了吗?正常情况下,是「公司值多少」决定「股价多少」。但在这个回路里,**因果被接成了一个圈**——股价和基本面互相抬轿子,谁也不再锚定谁。价格于是能脱离地心引力,越飘越高。这就是泡沫的引擎:它不是一群傻子的非理性,而是一个真实的正反馈回路在自我强化。

崩盘为什么又快又狠:一根反向的螺旋

泡沫是慢慢吹大的,崩盘却往往是几天之内的雪崩。这个不对称,藏着崩盘真正的「为什么」,而它和大多数人以为的完全不同——**崩盘时跌掉的那部分,很多根本不是因为公司变差了**。

钥匙是一个词:杠杆——借钱去买。你自己出10万,再借90万,凑100万买股票。涨的时候,你的收益被放大,爽。但麻烦藏在跌的时候:

- 价格一跌,借你钱的人怕你还不上,要求你**立刻补钱或卖股票还债**(这叫追加保证金,补不上就被强制平仓)。
- 于是你**被迫卖出**——注意,你不是因为看空才卖,是因为你**没得选**,规则逼着你卖。
- 你的被迫抛售,把价格**又砸低了一截** → 这又触发了**别的**借钱者的补钱线 → 他们也被迫卖 → 价格再砸低 → 逼出下一批.....

这个「跌 → 被迫卖 → 更跌 → 更多被迫卖」的自我加速的下跌,叫**流动性螺旋**。它就是1929年、2008年那些惨烈崩盘的核心引擎:1929年美国人普遍用一成本金加九成借款炒股,跌起来保证金电话打爆,踩踏成灾;2008年是银行和金融机构自己加满了杠杆,一旦资产缩水,被迫贱卖资产还债,把价格越砸越低。

所以「市场为什么一个月跌了40%」这个问题,是**配有答案**的——但那答案不是「上市公司的价值真缩水了40%」,而是「一大批加了杠杆的人被同时逼到墙角、不计价格地夺路而逃」。这是一个关于**谁欠谁钱、谁被迫卖出**的结构性机制(正好接上第九章那个「被规则逼着交易」的对手方),它和公司好不好,几乎没关系。

这个「为什么」的两面性:看得清机制,却算不准时机

反身性和去杠杆,是货真价实、扛得住尺子的机制——有清晰的因果回路,可以证伪,也解释了大量历史崩盘。但它有一个**必须讲明白的边界**,否则又会把你坑了。

你能**看清机制**:一个系统里杠杆越堆越高、价格靠反身性越飘越远,它就越**脆弱**,像一堆越垒越陡的沙子,你知道它迟早会塌。可你几乎**算不准时机**:那最后一粒压垮它的沙子什么时候落下、由什么触发,没人能可靠预测。有句广为流传、常被归到凯恩斯名下的话说得扎心:「**市场保持非理性的时间,可以长过你保持不破产的时间。**」你早早看空一个泡沫,可能在它崩之前,先被它涨死。

再叠上第四章那个后见之明:崩盘之后,满世界都说「这泡沫早就明摆着」。可若真那么明摆着,泡沫期里为什么还有海量聪明钱在里面?因为在**当时**,一个由反身性撑起的疯涨,和一个由真实增长驱动的繁荣,实时看去几乎**长得一样**——是崩盘这束光倒照回去,才把它点成了「显而易见的泡沫」。

把它收成能用的一条

这一章的「为什么」,和前面所有章节都不同:它不是关于某一只股票的价值,而是关于**整个系统的脆弱性**。用起来记住三句:

- **剧烈的暴涨暴跌,别去公司基本面里找原因**——去系统的杠杆和反馈回路里找。跌40%的答案,常常写在「谁被迫卖」上,不在财报上。
- **能识别脆弱,不等于能预测时点**。看得清「这里很危险」是本事,但别自欺以为能算准哪天崩——机制可解释,时机不可靠预测,这是同一枚硬币。
- **因此,真正能做的不是精准逃顶,而是管好自己的杠杆**——别让那根流动性螺旋启动时,被迫卖出的那个人是你。你控制不了螺旋何时来,但你能决定自己站在螺旋的哪一头。

好了。到这里,配有答案的「为什么」我们找齐了:预期差、因子、风险溢价、去杠杆。假的那些也戳穿了:单日噪音、编的故事、假巧合。最后一章,我们把整趟旅程收成一件随身的工具——一张清单,让你面对任何一个市场「为什么」,都能当场判断:它,配不配有一个答案。

第十二章·诚实地说「不知道」

我们绕了一大圈,找齐了配有答案的「为什么」,也戳穿了不配有答案的那些。最后一章,不再增加新知识,而是把整趟旅程,拧成一件你能随身带走的工具。它的核心,是一句大多数人一辈子都学不会说的话:「**我不知道。**」

有两种「不知道」,别把它们搞混

先做一个救命的区分。当一个市场问题你答不上来时,其实有两种截然不同的处境,而把它们混为一谈,是几乎所有错误的总根子:

- **第一种:这个问题「根本没有答案」。**它背后是纯噪音,压根不存在一个可找的机制。「今天大盘为什么涨了0.4%」就是这种——那0.4%里几乎全是随机,你、股神、超级计算机,谁都答不出,因为**那里本来就没有「为什么」可答。**
- **第二种:这个问题「有答案,只是我不知道」。**「某只股票今天下午两点为什么突然跳涨15%」——这背后很可能有一个**真实的原因**(比如一桩还没公开的并购走漏了风声),只是这个原因掌握在别人手里,我不知道而已。答案存在,只是不在我这。

大白话

为什么这个区分要命?因为两种处境,该有的反应完全相反。**第一种,你要做的是彻底放下——别再找了,那是无底洞,找到的任何「因为」都是编的。****第二种,你要做的是保持谦卑和警惕——答案存在,而且(还记得第九章吗?)对面那个交易的人可能正好知道它。**你若在第二种情形里自以为看懂了、贸然下注,那你多半就是那个冤大头。

把「没有答案」误当成「有答案我没找到」,你会在噪音里徒劳地钻一辈子牛角尖;把「有答案我不知道」误当成「没有答案」,你会轻慢地忽略掉真实的风险。**先分清你站在哪一种「不知道」里,比急着找答案重要得多。**

为什么「不知道」是最难、也最值钱的一句话

说「我不知道」为什么这么难?因为整本书讲的每一股力量,都在推着你别这么说。第四章那台造因果机器,让你一有困惑就本能地编个故事来缓解;第一章那些新闻,天天供给现成的「因为」让你顺手就抓;人群里,那个敢说「这个没道理、就是随机」的人,总显得不如那个滔滔不绝解释一切的人「懂行」。

可真相是反过来的:在一个人人兜售「因为」的地方,能分辨出哪些问题不配有答案、并坦然说出「我不知道」,恰恰是最稀缺的清醒。它不是无知,它是一种极难的、逆着本能的克制——是你听见脑子里那声「原来如此」的咔哒响时,忍住不信它。

一张随身清单:这个「为什么」,配有答案吗?

好,把全书压缩成一件能用的工具。以后你遇到任何一个市场「为什么」——新闻里的、朋友嘴里的、你自己冒出来的——别急着信,拿它过一遍下面这六问。这其实就是第二章那把尺子,长出了全部的牙齿:

1. **尺度对吗?**这个「为什么」问的是多长的时间?如果是一天、一周的涨跌,信号几乎全被噪音淹没——大概率不配有答案,到此为止。(第三、十章)
2. **有机制吗?**它背后有一条「如果……那么……」、换个场合还成立的因果链吗?还是只是把结论换个说法又说一遍(「买的人多」「情绪使然」)?后者是同义反复,零分。(第二章)
3. **能证伪吗?**它有没有禁止某些事发生?一个不管涨跌都能自圆其说的解释,什么都没说。(第二章)
4. **重复过吗?**它是一次孤例,还是在几千个样本、几十年里反复出现?那个「规律」是先有机制再验证的,还是先在数据里撞出来再编故事的?为了找到它,背后试了多少次?(第七、八章)
5. **谁在对面?**如果这是个「能赚钱」的理由,那对面是谁在输、他为什么愿意输、你凭什么比他强?说不出,你就是买单的人。(第九章)
6. **能改变你下一步吗?**知道了这个,你的下一个决定会有任何不同吗?如果没有,它再顺耳也只是噪音,一分租金都没交。(第二章)

一个「为什么」六关都过,它就配得上一个扎实的答案,值得你认真对待、据此行动。若在某关就栽了,别沮丧——你刚刚省下了一场徒劳,甚至躲过了一个坑。**坦然对他说「这个不配有答案」,然后走开。**

这不是虚无,恰恰相反

你可能担心,学会这一切,是不是从此对市场心灰意冷、什么都不信了?恰恰相反。

承认绝大多数「为什么」是噪音,不是让你瘫在原地,而是把你的注意力从一片沼泽里**解放出来**,集中到那少数几个真金白银、经得起追问、也真会回报你的答案上——把时间尺度拉长,让信号碾过噪音;老老实实分享经济增长那份最结实的溢价;压低成本、分散持有,不去当零和牌桌上的冤大头;管好杠杆,别在螺旋启动时被迫离场。**这些,才是配得上你认真对待的少数几件事。看清哪些问题不值得你操心,你才有余力,把真正值得的那几件做好。**

于是我们回到最开始那个场景。下午四点,手机又弹出那条推送:「今日大盘下跌1.2%,因为……」。这一次,你看着那半句「因为」,心里平静,甚至有点想笑。你不再需要它了。你已经知道,**这个「为什么」,不配有一个答案。**

股市没那么多为什么。看清这一点的人,反而听得见那少数几个,真正值得回答的声音。

股市没那么多为什么 · 王建硕