行走的周期：我的中美投资笔记

Contents

作者简介 4

前言 5

现实篇 9

第一章 中美股市的基本特征及 A 股的反弹周期 9

（一）市场分散决策机制比政府集中决策更符合真实世界激励结构 10

（二）企业家精神：市场真正的发动机 13

（三）投资市场的周期，本质上是判断力的集体清算与再分配 14

（四）美股：主力资金的“企业家精神” 18

（五）A 股的结构性困境：只能做多，不能失败 20

（六）企业家精神的双重缺失 23

（七）指数长期停滞，并非偶然 29

（八）A 股 2025 年牛市格局将延续到 2026 32

第二章：9 月：美联储降息确定美股进入震荡调整周期 37

（一）黄金的强势和 A 股的悄然复苏 37

（二）价值投资在当前阶段系统性失效 41

（三）我经历的几个资产周期 45

（四）人生处处是投资，投资永远有周期 48

（五）历史上债务周期的 4 种出清方式 53

（六）债务出清路径推演-欧洲、数字货币、中东 56

第三章：几个和华尔街相关的故事及周期思维 64

（一）美联储降息确认震荡市 64

（二）戴维森的一天 67

（三）英特尔和比特币的故事 70

（四）美股回调开始 74
（五）投资，贯穿人生的每一个选择 78
第四章 中美博弈：G2 时代 82
（一）进入垄断资本主义之后：美国正在失去效率 82
（二）G2 时代：中美妥协，美国对弱国施压 86
（三）中美科技之战 90
（四）对等地位：当霸权在文本中承认现实 95
（五）中美博弈的阶段及彼此的竞争合作 98
第五章 周期框架下的投资策略 104
（一）在多重周期重叠下被分化的市场 104
（二） A 股：处在多个周期错位中的“慢牛土壤” 108
（三）Beta 受限，2026 年重视 Alpha 111
（四）同样押注 Alpha：美股震荡结构与“抢反弹”模型 114
（五）黄金和白银：当 Beta 与 Alpha 都不再可靠时的“信用对冲” 117
（六）信用破坏的三种结算路径，黄金白银都将上涨 120
（七）不同认知和不同财力下的投资策略分化 123
第六章 中美楼市：一场尚未走完的长期周期 127
（一）时间的尺度：房地产周期，从来不是用“几年”来衡量的 127
（二）中国楼市：下行已经发生，但“投资逻辑”才是真正的问题 130
（三）美国楼市：下行周期的前中段 134
（四）美国楼市的结构性机会：已大幅调整的商业地产风险机遇并存 137
（五）一个真实案例：当微观项目，误判了宏观周期 141
未来篇 145
第一章：2026 年开启的未来周期特点 145
（一）被控制的小规模金融危机 145
（二）价值投资失效，波段性操作成为主流 150
（三）未来突围的核心：如何让技术红利为大多数人所拥有 155

（四）AI 会不会制造“虚假繁荣” 160
（五）AI 会改变目前周期运行的形态但并不终结周期 162
第二章 美国资产：被托底的震荡 166
（一）震荡不是市场噪音，而是一种被制度锁定的状态 166
（二）未来一到两年美股可能走势 170
（三）马斯克式“工作消亡论”：技术想象，还是利益叙事？ 173
（四）黄金白银与数字资产：对“被延后结算”的不同命运 176
（五）未来 AI 和机器人的需求，比人类需求更值得关注 178
第三章 中国资产：一、二级市场的风险错位与周期机会 181
（一）2020-2025 年资本市场回顾 181
（二）一级市场很苦，但 2025 年已经大幅改善 183
（三）一级市场投资要点：赛道、周期与关系 185
第四章 普通人突围之路：跨系统生存能力 188
（一）旧时代的突围路径正在失效，而 AI 正在加速这一过程 188
（二）新的分水岭：是否具备“跨系统生存能力” 190
（三）抬眼望天：AI 时代的赛道选择与认知套利 195
（四）借系统，而不是加杠杆 198
第五章 参与新兴经济体投资的机会和挑战 200
（一）为什么新兴经济体仍然具有吸引力？ 200
（二）但真正的挑战，并不在“国家”，而在“制度与金融结构” 201
（三）主要新兴经济体的机会与现实约束 202
（四）迪拜楼市：一个非常特殊、但极具代表性的案例 204
第六章 2026 年-2030 年生存法则 205
（一）总体投资策略 205
（二）职业生涯原则：不追求上升通道，而是避免结构性出局 210
（三）谁在历史的筛选中留下来？ 214

作者简介

作者王强，在管理、信息技术和投资领域拥有丰富的经验。他曾任世界 500 强企业——中国太平洋保险公司信息技术部总经理，领导了多项重大技术战略和数字化转型计划。2014 年，王强创立了云管理平台公司云卯科技，并于 2018 年成功退出。之后王强移民美国，生活在洛杉矶。过去二十年来，王强始终对中美跨境资本流动和资产周期动态有着深刻的理解。

值得一提的是，他独特的宏观分析框架以及对流动性和政策驱动因素的敏锐洞察，引起了投资者和业内人士的广泛关注。王强专注于宏观经济和金融市场领域。他经常在小红书、微信视频号、youtube 和 tiktok 等平台上分享真知灼见，并已积累了数万粉丝，他们非常重视他对资产周期、流动性机制和资本流动结构的分析。除了在专业领域取得的成就外，王强还是一位活跃的投资者，投资领域涵盖商业地产、住宅地产和全球股票，其投资策略融合了宏观周期研究以及在美国和中国市场的实践经验。他的“强哥财经”微信群至今已运行超过十年，超过 2000 人。

从 2026 年起，强哥停止了其所有的私募基金及财经自媒体更新，并开始专注于旅游、身心灵及生活。这是基于三个原因：

1，从 2026 年起，美元资产期的投资周期已经基本结束，而且这有可能是美国上百年周期达到顶峰后的长周期下降。
2，A 股反弹周期虽然仍然持续，但也有可能处于两年反弹周期的尾部，并收到全球资产泡沫缓缓破裂的影响。
3，全球金融市场的长期过度活跃，导致人性的贪婪暴露无遗，对投资成功的过度追求，有可能导致人在身、心、灵方面的健康下降。

因此，强哥在小红书发表了“投资周期结束，关注眼前生活”后，即基本不再讨论投资并开始了世界旅行的计划。强哥的重点也会转移到对佛法、各种宗教及身心灵的探索。

强哥典型作品及预测：

1. 2020 年 4 月，他在微信公众号“强哥走天下”上发表了题为《美元资产主升浪到来》的文章，预测美国股市和房地产市场将迎来为期两年的大牛市。

2. 2025 年 6 月开始，他在小红书“强哥财经”号召投资 A 股并发表视频题为“开始中国资产配置”，并持有了几只中国头部量化私募。

想成为强哥的朋友，加微信：happy55347

前言

我很早就意识到，自己对世界的理解方式，和很多人并不一样。

这种差异，并不是从金融市场开始的，而是从更早的人生阶段就已经形成。

我的少年时代，恰好横跨改革开放最具张力的阶段。
高中与大学期间，我既身处校园体系之内，又频繁接触校园之外真实而粗粝的社会运行方式：生意、关系、机会、灰色地带、人与制度之间的博弈。
那是一个规则尚未完全固化、路径尚未被写死的年代——**人的选择，往往比身份更重要**。

这段经历，让我比同龄人更早意识到一个事实：

世界并不是按照教科书运行的，而是按照结构与激励运行的。

从“社会现场”，到“系统内部”

后来，我出国到美国，接受了完整的西方商业与管理训练，并长期从事软件工程与信息系统相关工作。

这段经历，对我影响极大。

一方面，工程与系统思维训练了我对**复杂系统、反馈机制、路径依赖**的敏感度;
另一方面，西方管理与金融体系的透明规则，也让我第一次从“制度内部”理解资本如何流动、风险如何被定价。

再之后，我回到中国，进入一家世界 500 强金融机构，担任 IT 部总经理，深度参与并主导多项全国性战略级信息化与数字化项目。
这段职业经历，使我得以站在一个极少数人才能获得的位置上，观察:

- 宏观政策如何向下传导
- 金融机构如何在制度约束中做真实决策
- 技术、组织、资本三者如何相互制约、彼此放大

宏观，并不是新闻里的宏大叙事，而是每天在组织内部被反复权衡的现实选择。

创业、退出，与资本周期的亲身验证

2014 年，我离开体制，创立了云管理平台公司，并在 2018 年退出。

创业这几年，是我对“周期”理解最迅速深化的一段时间。
因为在创业者的位置上，周期不是抽象概念，而是现金流、融资窗口、客户预算、行业情绪的综合结果。

我清楚地看到：

- 技术并不会自动转化为商业成功
- 资本窗口的打开与关闭，往往快于企业自身节奏
- 顺周期与逆周期的差别，远比努力程度重要

也正是在这一阶段，我逐渐形成了自己对**资产周期、流动性机制与政策驱动**的系统性理解。

投资，是所有判断的最终检验场

过去二十年，我始终是一个高度参与市场的投资者。

投资范围涵盖商业地产、住宅地产以及中美两地的股票市场。
与许多“理论型分析者”不同，我的大部分判断，最终都会在真实资金配置中接受检验。

2020 年 4 月，我在公众号“强哥走天下“发表《美元资产主升浪到来》，明确看多美股与美国房地产，并据此完成配置；
2025 年中，我在小红书”强哥财经“公开提出“开始中国资产配置”，并持续记录判断逻辑与过程。

这本《行走的周期：我的中美投资笔记》，正是源自大量读者与朋友的反复追问—**你是如何在不确定中做判断的？**

困惑，恰恰来自经验本身

有趣的是，正是这些看似“顺利”的经历，反而让我在近几年产生了更深的困惑：

- AI 是否真的能引导美股跨越周期？

- 当流动性成为主导变量，价值投资是否仍然成立？
- 如果社会对多数人的需求正在下降，个体该如何调整自身位置？

这些问题，我并没有急于给出答案。
相反，我做了大量访谈、复盘与跨领域研究，试图从更长周期、更高结构层面重新理解它们。

你将在书中看到：
我并不急于判断“该买什么”，而是反复追问——**判断本身是否仍然成立**。

2026 年以来，我逐渐对投资感到疲惫。这一方面是因为全球大的投资周期即将结束，另一方面，也是因为在投资过程中，切实感受到金融市场的人性贪婪，过度研究及参与投资无助于人们有一个幸福的生活。同时，我结识国不少金融操盘手或财经博主，感觉任何理财及商业行为，都会导致人的品质及行为发生异化。比如大量财经博主，自己成功投资很少，却采用各种手段给自己封神；操盘手们总是把自己自诩为股神，但一般无非是 7 次准 3 次错，而且多数股神的人生极其不幸福，亲密关系、身体健康往往被过度短视所破坏；多数自媒体博主，为博流量，不断更新，把长期投资行为无形中变成了短期视角。同时，把很多只适合少数人理解的投资向成千上万大众传播，给社会带来危害。

同时，儿子明年即将进入大学，女儿已经大三，我在美国的育娃生涯已基本将结束。我的人生来到一个转折点。因此，我停止了自己两只私募基金的运作，清空了美股，开始了更多的修行之旅。这本书，就作为对自己过于二十年投资生涯的总结吧。我虽然并不大富大贵，但全家已经基本十几年未从事报酬性工作，全部依靠投资收益，支撑了一儿一女的在美国的教育，相信这其中的经验会对大家有所帮助。

这本书写给谁

这不是一本“教你赚钱”的书。它更像是一份在动荡时代中，关于**如何避免判断失效**的记录。

如果你：

- 经历过多个周期，对简单叙事已不再轻信
- 同时理解中国现实，又受过西方体系训练
- 发现世界正在变，但还不愿放弃理性与秩序

那么，这本书或许能为你提供一些**并不轻松，但足够诚实的参考**。

我并不保证结论永远正确。但我可以保证：
这些判断，全部来自真实经历、长期观察与反复修正。

这正是我所理解的——**在周期中行走。**

现实篇

第一章 中美股市的基本特征及 A 股的反弹周期

长期以来，我都有记录笔记学习的习惯。而这个笔记，是从 2025 年 9 月美联储降息写起的。在采用叙事式展开之前，我们需要对股市的种种表现探究其底层的逻辑。人们习惯把股市的涨跌归因于政策、情绪或资金规模，却很少追问一个更底层的问题：

是什么机制，决定了一种市场能否持续创造财富？

在我看来，答案并不复杂——不是政策力度，而是市场机制；不是资金规模，而是企业家精神。

（一）市场分散决策机制比政府集中决策更符合真实世界激励结构

哈耶克在《通往奴役之路》和《个人主义与经济秩序》中反复强调一个核心思想：

真正决定资源配置效率的，不是权威的智慧，而是分散在社会各个角落的知识。

政府的问题并不在于“动机不良”，而在于**信息结构上的先天劣势**。

- 市场中的价格，是无数个体判断、风险承担和失败成本共同形成的结果
- 而政府指导，本质上是少数人基于不完整信息做出的集中决策

当经济结构简单、产业单一时，政府干预可能短期有效；但当经济复杂度上升，任何“统一指导”都会不可避免地走向失真。哈耶克真正反对的，从来不是“政府存在”，而是政府试图替代市场，去扮演“全知者”。

技术进步，会让政府决策更有效吗？

很多人会提出一个看似有力的反问：在大数据、人工智能和实时监控技术高度发达的今天，政府是否已经具备了比哈耶克时代更强的决策能力？

这个问题的背后，隐含着一个直觉：**如果信息不再分散，如果数据可以被集中处理，那么集中决策是否就变得更理性？**

表面看，这个推论并非没有道理。今天的政府，确实“看得比过去多得多”。财政、税收、物流、能源、人口流动、消费行为、企业经营，几乎所有经济活动都以数据形式被记录、汇总、建模和分析。

但问题恰恰在于：**哈耶克所指出的核心障碍，从来不是“数据不足”，而是“知识不可集中”。**

数据不是知识

哈耶克所说的“分散知识”，并不是指统计意义上的信息缺口，而是指一种根本无法被完整记录的认知结构：

- 个体对自身处境的理解
- 对未来机会的预期
- 对风险的主观判断
- 对失败后果的真实承担

这些因素，往往在行为发生之前，并不存在于任何数据库中。市场价格的真正意义，不在于它总结了过去，而在于它凝聚了**无数个体对未来的判断**。

而大数据，更多记录的是“已经发生了什么”，却无法替代“即将发生什么、为什么会发生、谁愿意为此承担代价”。

这正是哈耶克所强调的：**价格是社会知识的压缩表达，而不是统计结果。**

技术提升了“可见性”，但没有改变“责任结构”

即便承认技术确实提高了预测能力，问题依然没有解决。

因为在复杂系统中，真正决定效率的，并不只是“是否预测得准”，而是**错误能否被及时发现、并被迅速纠正**。

在市场体系中：

- 判断错误的人，承担损失并被淘汰
- 判断正确的人，获得回报并被模仿
- 失败是局部的、可控的、可被修正的

而在政府决策体系中：

- 错误往往被制度性分摊
- 项目难以中途叫停
- 承认错误本身，往往带来更高的政治成本

技术并不会自动改变这一结构，反而可能放大另一种风险：
当预测能力增强时，决策者更容易产生“我已经理解系统”的错觉。

从“看不见”到“全知幻觉”

在技术落后的时代，政府的局限是显而易见的——它看不见细节，只能进行粗放式干预。而在技术高度发达的时代，真正的危险反而更加隐蔽：政府不再是因为无知而犯错，而是因为“过度自信”而犯错。当模型越来越复杂、数据越来越精细，统一指导看起来也越来越“科学”，但这并不意味着它更接近真实的经济运行逻辑。

复杂系统的风险，从来不是算力不足，而是反馈滞后与激励错位。

哈耶克并未被技术推翻

因此，大数据并没有否定哈耶克，反而强化了他的警告。技术进步，确实可以帮助政府：

- 提供公共品
- 识别系统性风险
- 维护底层秩序与规则

但它并不能，也不应当：

- 替代市场的发现过程
- 指导微观资源配置

- 决定创新的方向与节奏

哈耶克真正反对的，从来不是政府本身，而是政府试图在一个高度复杂的社会中，扮演一个并不存在的角色——**全知者。**

（二）企业家精神：市场真正的发动机

如果说市场机制是一张道路网络，决定资源可以如何流动、价格如何形成，那么真正让经济向前运转的，并不是规则本身，而是那些愿意走上这条路的人。

企业家精神，正是这套体系的发动机。

它并不是一句泛泛的口号，也不只是“勤奋”“拼搏”“创新意识”这样模糊的赞美词，而是一组极其具体、也极其残酷的行为特征：

- 敢于在不确定性中下注
- 愿意为长期判断承受短期损失
- 能够在失败中不断修正方向
- 并最终，用结果而不是动机，为自己的判断负责

这是一种**把认知转化为风险、再把风险转化为结果**的能力。

不确定性，才是企业家的真实工作对象

在一个高度复杂的经济体系中，真正稀缺的从来不是信息本身，而是**在信息不完整的情况下，仍然敢于行动的能力**。

企业家并不是比别人“更聪明”，而是比别人**更早承担不确定性**。

他们并不知道未来一定会成功，只是愿意为自己的判断承担失败的代价。

正因为如此，市场才能通过无数次试错，不断修正方向，而不是一次性押注。

熊彼特的“创造性破坏”，并不是浪漫叙事

熊彼特将这种力量称为“创造性破坏”，但这四个字常常被误解为一种宏大的历史叙事。实际上，它的运作方式极其微观、甚至冷酷：

- 旧企业被淘汰
- 旧模式被击穿
- 旧资产被贬值
- 新结构在废墟中重组

这不是道德评判，而是一种**不断逼近有效配置的过程**。

没有破坏，就没有空间；没有失败，就没有校正。

（三）投资市场的周期，本质上是判断力的集体清算与再分配

当这种企业家精神进入资本市场，它自然会延伸为另一种形式：

资本对未来的下注能力。

投资，本质上并不是对“现在”的确认，而是对未来结构变化的判断。

- 谁能活下来
- 哪种模式可持续
- 哪类资产会在周期中积累优势

一个健康的资本市场，并不需要“人人看涨”，更不需要“永远上涨”。

真正健康的市场，一定是残酷的

真正健康的股市，并不是一个“人人赚钱”的地方，而是一个**不断出清错误判断**的机制。

- 判断错误的人，被迫止损、退出、缩小规模
- 判断正确的人，得以持续积累、扩大影响

这听起来残酷，但正是这种残酷，让系统得以长期存续。如果一个市场不允许失败，不允许出清，不允许破产，那么所谓的“稳定”，最终只会演变为结构性僵化。

市场不是完美的，但它是可自我修正的

市场并不聪明，它也会犯错，甚至会周期性地集体失误。但它有一个任何集中体系都难以复制的优势：

错误不是被掩盖的，而是被放大的；成本不是被转移的，而是被承担的。

正因为如此，企业家精神才不是市场的“附属品”，而是市场机制得以运转的前提条件。

如果说企业家精神是市场的发动机，那么**投资市场的周期，就是这台发动机定期接受压力测试的过程**。

这里的“投资市场”，并不局限于股票，而是涵盖了股权、债券、房地产、大宗商品、私募股权、创业投资，以及一切对未来现金流与结构变化的下注行为。

上行阶段：风险容忍度全面抬升

在周期上行阶段，流动性充裕、风险溢价下降、未来被高度乐观地折现。这时：

- 判断正确的投资者获利
- 判断一般的投资者也能获利
- 甚至判断错误的配置，在一段时间内仍能成立

这一阶段的本质，并不是市场整体变得更理性，而是**系统对错误判断的容忍度被显著抬高**。资产价格的普遍上涨，掩盖了结构差异，也延缓了失败的暴露。

过热阶段：判断被叙事替代

随着周期推进，越来越多的投资行为，不再源于对风险—回报结构的冷静评估，而是建立在对“共识叙事”的依赖之上。你会看到：

- 风险被重新命名为“长期逻辑”
- 杠杆被解释为“效率优化”
- 流动性假设被当作常态

此时，真正稀缺的已不再是资本，而是**独立判断**。企业家精神的核心——承担不确定性、为判断负责，开始被稀释为对趋势的追随。

下行阶段：投资市场重新变得诚实

当流动性收紧、预期反转，投资市场会迅速恢复其最原始、也最诚实的功能：

检验判断。

无论资产形式如何不同，下行阶段的逻辑高度一致：

- 高成本结构率先承压

- 高杠杆配置被迅速挤出
- 对现金流依赖模糊的资产，估值率先崩塌

在这一阶段，市场不再关心故事是否动听，而只关心一个问题：

如果没有新增资金，你是否仍具备自我维持能力？

出清：并非失败，而是系统修复机制

从投资市场的角度看，“出清”并不等同于灾难，而是一种必要的系统性修复。

它意味着：

- 错误的资本配置被迫回收
- 过度乐观的预期被修正
- 不可持续的结构被淘汰

更重要的是，投资判断开始重新分化。那些：

- 融资成本更低
- 现金流更稳定
- 能在逆周期中生存甚至扩张的资产与主体

开始在沉默中积累优势。

长期回报，诞生于判断最稀缺的时刻

几乎所有跨周期的优质回报，都不是出现在情绪最亢奋的阶段，而是出现在**判断最稀缺、风险最真实的时期**。

价格下行本身并不创造价值，真正创造价值的，是愿意在不确定性尚未消散时承担风险。换句话说：

投资回报，并不是对勇气的奖励，而是对承担不确定性的判断力的补偿。

从“投资市场”视角理解周期的公平性

投资市场从不承诺短期公平，也不会保证每个参与者都有回报。

但从长期看，它遵循一条冷静而稳定的逻辑：

- 判断可以被验证
- 错误会被放大
- 成本终将由承担者支付

正因为如此，投资市场并不是财富分配工具，而是一个**跨周期的判断筛选系统**。

（四）美股：主力资金的“企业家精神”

从更深层的制度视角看，美股市场的优势，并不来自某一类聪明资金的存在，而来自一整套允许资本“像企业家一样行动”的制度结构。

首先，美股市场并不要求资本承担单一方向的信仰。做多、做空、期权、期货等工具并非边缘配置，而是市场运作的基础设施。这使得资本不仅可以表达“看涨”或“看跌”，还可以表达对波动、时间与风险结构的判断。

在这样的体系中，资本不需要通过“赌对一次方向”来证明自身价值，而是可以通过持续管理风险、调整仓位、跨周期调度资源来维持生存。这一点，极其接近企业家在真实经营环境中的行为方式。

更重要的是，美股制度并未将“失败”视为需要被掩盖或推迟的问题。判断错误的资金，可以止损、对冲、退出；错误不会被制度性冻结，也不会被要求通过行政方式“扛过去”。失败被明确视为一种成本，而不是一种羞辱。

正因为失败可以被管理，资本才敢于在不确定性中反复下注。主力资金的行为逻辑，也因此从“押对趋势”转向“经营周期”。当一轮上涨结束，资本并不必然死守山顶，而是可以通过做空、减仓或对冲，将资金安全带回地面，为下一轮行情重新积累弹药。

这一切的前提，在于美股市场中大量主力资金本身就是跨周期存在的资本形态——养老基金、捐赠基金、家族办公室、长期对冲基金。它们的目标并非短期胜负，而是长期存续。这决定了它们更关注回撤控制，而非单一阶段的排名。

与此同时，美股监管体系的核心并不在于“维持指数”，而在于维护规则本身：信息披露是否充分、交易是否公平、清算是否顺畅。市场涨跌并不被视为监管失败，而规则失效才是。这种“裁判式”而非“操盘式”的监管逻辑，使市场得以不断出清错误，而非累积风险。

因此，美股的可持续性并非源于永远上涨，而源于一个更朴素却更残酷的事实：在这里，资本可以承认错误、管理失败，并在下一个周期中重新开始。这正是企业家精神在资本市场中的制度化体现。

制度并非静态：特朗普上台后的一个重要变化

需要指出的是，美股所依赖的这套制度优势，并非一成不变。

自特朗普重新进入权力核心以来，一个不容忽视的变化正在发生：
政治力量对资本市场的直接干预，正在显著上升。

这种干预，并不总是以明文政策的形式出现，而更多体现为对监管机构独立性的持续施压，尤其是对证券监管体系（SEC）的态度转变。

在特朗普的叙事中，资本市场越来越被视为一种“政治绩效工具”——股指的高低，被反复用作执政能力的象征；市场回调，被视为“不可接受的失败”。

在这种逻辑下，监管的重心开始发生微妙偏移：从“维护规则与长期稳定”，向“避免短期下跌、维持市场信心”倾斜。这并不意味着监管彻底失效，但它正在削弱美股制度中一个极其关键的基石——
让市场自行出清错误的能力。

当政治目标开始压过市场机制，资本对失败的容忍度被制度性降低，错误判断不再被及时暴露，风险则被不断向未来推迟。

这一变化，使得美股原本引以为傲的“企业家式资本行为”开始受到约束：
主力资金依然可以运用工具对冲风险，
但对制度规则稳定性的预期，却不再像过去那样牢固。

正是在这一背景下，美股市场逐渐从一个以趋势驱动为主的资本重定价场所，转变为一个高度依赖政策预期、并通过震荡来消化风险的市场形态。

换言之，美股的优势并未消失，但它正从“制度自发纠错”，滑向“政策托底下的延迟结算”。

（五）A 股的结构性困境：只能做多，不能失败

与此形成鲜明对比的，是 A 股市场。A 股长期存在的，并非某一项技术性缺陷，而是一组相互强化的**结构性约束**：

- 做空机制高度受限，难以形成有效的反向定价力量
- 风险对冲工具不完整，无法系统性管理下行风险
- 主力资金的主要获利方式，仍然依赖单向拉升与阶段性退出

这些约束并不是“可以慢慢改进的小问题”，而是直接决定了资本行为方式的**制度前提**。

一个无法回避的逻辑悖论

在这样的制度环境下，资本会不可避免地面对一个悖论：

如果不能在下跌中获利，如果不能在判断错误时体面退出，那么主力资金唯一的生存方式，就只剩下——**无限资金 + 永不回撤。**

但这是一个现实中根本不存在的假设。任何真实存在的资本，都有成本、有周期、有风险约束；没有资金可以无限承受回撤，也没有机构愿意为“不可失败”的结构下注。

结果不是“主力不作为”，而是理性撤退

因此，A 股市场呈现出的结果，并非所谓“主力操纵不足”，而恰恰相反——是**理性主力选择不长期深度参与**。

具体表现为：

- 很少有资本愿意在一个无法管理失败的市场中，长期承担判断责任
- 几乎没有资金愿意陪伴企业穿越完整周期
- 更多资金只能选择短期参与、快速博弈、随时撤离

这并不是投机者的道德问题，而是制度激励下的**最优反应**。

从“资本定价场”退化为“交易博弈场”

当长期资本缺席，当失败无法被定价、被出清、被承认，市场的功能就会发生根本性转变。A 股逐渐演化为：

- 以日内交易为主
- 以情绪与资金博弈为核心
- 以量化套利、短期波动捕捉为主要生存方式

而不再是一个：

- 通过资本长期配置
- 对企业价值进行跨周期定价
- 鼓励长期判断、长期陪伴的资本市场

换句话说，它越来越像一个**交易场**，却越来越不像一个真正的**资本定价场**。

更深层的问题：失败被制度性否认

真正的问题并不在于“涨不涨”，而在于：这个市场，是否允许失败被合理定价。

当一个市场：

- 不允许做空表达负面判断
- 不允许资本在错误时安全退出
- 不允许失败被快速出清

那么所谓的“稳定”，最终只会演变为结构性僵化。

一个冷静但残酷的结论

因此，A 股长期缺乏真正意义上的慢牛，并非因为资金不足、政策不够，而是因为它尚未建立起一套

允许资本像企业家一样承担风险、管理失败、跨周期生存的制度环境。

这不是信心问题，而是结构问题。

（六）企业家精神的双重缺失

更深层的问题在于：A 股并非只缺乏一种企业家精神，而是同时缺失了**企业端与资本端**两种本应相互制衡、彼此成就的企业家精神。

而这一缺失，并非源于个人能力或道德水准，而是由长期形成的**激励结构与约束结构**所共同塑造。

第一种缺失：上市公司层面的企业家精神被系统性削弱

企业家精神的核心，并不是勤奋或雄心，而是**愿意为长期竞争力承担短期代价**。

这意味着：在不确定性中下注，在尚未见效时持续投入，并在判断错误时及时修正。但在 A 股的制度环境中，这种行为模式往往难以成立。

原因并不复杂——

长期经营的回报路径不够确定，而短期代价却高度可见。

一方面，上市公司管理层普遍面临明显的短期化约束：

- 财务报表需要维持平滑
- 股价波动会被迅速放大为治理问题
- 战略性投入一旦拖累业绩，立刻转化为现实压力

在这样的环境下，真正具备长期回报潜力、但阶段性“难看”的决策，反而成为最不理性的选择。

另一方面，在不少公司中，**经营创造与资本兑现之间的回报结构并不对称。**

与其通过十年经营逐步兑现企业价值，不如通过市值管理、资本运作或阶段性叙事，更快、更确定地锁定收益。

当“最确定的回报”并不来自经营本身，企业家精神自然会被挤出。

于是，管理层的行为重心开始发生结构性偏移:

- 市值管理逐渐取代价值创造
- 资本叙事挤压产品与研发
- 阶段性窗口，取代长期竞争力

企业并非不努力，而是被引导去做**回报路径更清晰的事**。

创新并未消失，但被系统性压缩

真正的创新，往往具备两个特征:
高失败率，长周期。

但在现实生态中，失败成本被不断放大，而纠错空间却相对有限。承认方向错误，往往意味着估值冲击、舆论风险与治理压力；相比之下，维持叙事连续性，反而成为一种“更安全”的选择。

结果是:

- 企业更倾向于低风险、可预期的投入
- 真正可能改变长期竞争格局的决策被不断推迟

- 创新被压缩为“题材式创新”或“路径微调”

企业看起来始终在行动，但很少真正改变结构。

从企业到“金融产品”的悄然转变

当上市公司越来越依赖资本逻辑生存，其身份也会发生变化。它不再首先是一个经营体，而更像是一种需要持续维持预期与流动性的金融产品。在这种状态下：

- 企业为估值服务
- 战略为融资服务
- 管理层为“窗口期”负责

而不是为十年后的竞争力负责。这并非个体选择的失败，而是制度激励下的理性结果。

小结：不是企业家不愿长期，而是长期难以成立

因此，A 股上市公司企业家精神的弱化，并不等同于管理层不努力或不专业。

真正的问题在于：
当长期经营的收益高度不确定，而短期资本动作的回报更易兑现时，企业家精神就会被系统性削弱。

在这样的结构下，即便企业看起来勤奋而忙碌，市场却依然难以积累真正的长期向上动能。

第二种缺失：资本主力的企业家精神难以成立

如果说企业端的企业家精神被激励结构所削弱，那么资本端的问题则更为根本——**不是不愿长期，而是缺乏承担长期判断的制度条件。**

在一个健康的资本市场中，主力资本的角色，本质上是“企业家精神的金融化表达”:

- 为长期判断下注
- 在周期中陪伴企业
- 在判断错误时承担损失、修正方向、甚至退出市场

失败，是成本；而非需要被掩盖或延迟的问题。但在 A 股的制度环境下，这种资本形态很难长期存活。

“不能失败”，才是资本行为被扭曲的根源

资本是否具备企业家精神，并不取决于它是否聪明，而取决于它**能否在失败时体面退出**。而在 A 股中，资本面临的现实约束是:

- 做空机制高度受限，负面判断难以表达
- 风险对冲工具不完整，下行风险难以管理
- 一旦判断错误，回撤往往被无限放大

在这种结构下，资本并不是“不想承担长期判断责任”，而是**无法承受长期判断失败所带来的非对称成本**。

当一个市场要求资本只能“押对”，却不给“押错”的退出通道，资本理性行为就必然发生变形。

从“经营周期”到“博弈窗口”

在制度允许的空间内，资本会选择最优生存策略。于是，资本行为逐渐从为企业长期价值下注转向围绕政策、流动性与情绪波动进行阶段性博弈

资本不再像企业家那样经营周期，而更像是在不断寻找**可被兑现的短期窗口**。

这并非资本道德水准下降，而是激励结构下的理性选择。

在一个无法管理失败的市场中，**只有短期是可控的，长期反而是最大的风险。**

长期资本为何难以沉淀

长期资本之所以重要，并不是因为它更“善良”，而是因为它能够：

- 平滑周期
- 承受波动
- 在低谷中继续承担判断责任

但这类资本存在的前提，是：

- 失败可以被对冲
- 错误可以被修正
- 时间可以成为朋友，而非敌人

当这些条件不成立时，长期资本要么被迫退化为短期博弈者，要么选择理性撤离。

这正是A股市场中，**深度、长期、跨周期资本始终稀缺**的根本原因。

当资本失去企业家精神，市场功能随之改变

当资本无法、也不愿承担长期判断责任，市场的功能便会发生根本性转变。

它不再是一个：

- 通过时间筛选判断

- 通过出清修正错误
- 通过资本配置推动效率提升

的资本定价场。而逐渐演化为：

- 以交易博弈为主
- 以情绪与流动性为核心
- 以短期涨跌作为主要激励

在这样的市场中，企业难以获得真正的长期陪伴，资本也难以形成稳定的判断优势。

双重缺失的闭环

至此，企业端与资本端的逻辑形成闭环：

- 企业不愿为长期负责，
  因为长期经营的回报路径不清晰；
- 资本不愿为长期下注，
  因为失败成本无法被合理管理。

当这两种力量同时失效，市场便只能依赖外力推动，而无法形成内生的、可持续的上升结构。

这也是为什么，即便在资金并不匮乏的情况下，A 股依然难以孕育真正意义上的慢牛。

当一个市场既无法让企业像企业家一样长期经营，也无法让资本像企业家一样承担判断，那么指数的长期停滞，就不再是偶然，而是一种制度结果。

（七）指数长期停滞，并非偶然

除了企业端与资本端企业家精神的双重缺失之外，A 股长期难以走出趋势性行情，还受到另一项更长期、也更深层的结构性因素影响——

房地产市场对长期资本与社会预期的系统性吸纳。

需要强调的是，这并不是一个简单的“资金分流”问题。真正被楼市吸走的，并非短期游资，而是**最具耐心、最有规模、最愿意跨周期持有的长期资本**。

楼市锁定的，并不是“钱”，而是长期判断能力

在过去二十多年里，房地产在中国逐步演化为一种高度特殊的资产形态：

- 回报路径清晰
- 波动相对可控
- 杠杆可被容忍
- 并长期隐含政策托底预期

在这样的结构下，对于任何具备长期视角的家庭与资本而言，房地产都构成了一种**理性占优的选择**。

结果并不是“钱不进股市”，而是——**真正愿意为时间下注的资本，被系统性锁定在楼市之中。**

而留在股市中的资金，天然更偏向短期、博弈与高换手率。这并非投资者素质问题，而是资产结构选择后的必然结果。

楼市事实上“替代”了股市的财富锚功能

在成熟资本市场中，股票市场通常承担三项核心功能：

- 中产阶层的长期财富锚
- 企业家精神的主要兑现渠道
- 资本跨周期配置的核心场所

但在中国相当长的一段时间里，这三项功能，被房地产市场整体接管。家庭资产负债表的核心，在房子里；社会对“长期正确选择”的共识，也在房子里。在这种背景下，股市被边缘化为一种补充性资产配置工具，更多承担交易与博弈功能，而非长期定价功能。

当一个社会已经形成了“房地产才是长期正确答案”的集体认知，股市便很难自然成长为主资产市场。

对企业家精神的间接侵蚀

更重要的是，房地产的长期强势，不仅改变了资金流向，也重塑了风险承担的社会结构。在一个“买房几乎不可能错”的时代：

- 财富积累更多依赖资产选择，而非经营判断
- 风险被系统性压缩，而非被主动承担
- 长期回报来自周期位置，而非能力进化

这在无形中削弱了企业家精神赖以生存的土壤。当最成功的财富路径，并不要求承担经营不确定性时，企业端与资本端对“长期下注”的动力都会被削弱。

当楼市进入下行，问题才真正暴露

当房地产从单边上行进入震荡甚至下行阶段后，长期资本开始寻找新的“财富锚”。

但此时的股市：

- 企业端长期经营能力已被削弱
- 资本端跨周期判断机制尚未成熟
- 制度结构仍不支持失败的快速出清

结果便是：资金在不同资产之间反复游走，指数出现反弹，却始终难以形成稳定趋势。这并不是资金不足，而是**主资产缺位阶段的典型特征**。

结论：指数停滞，是多重结构叠加的结果

因此，A 股指数长期停滞，并非单一因素所致，而是多重结构性约束叠加后的结果：

- 企业端，长期经营激励不足
- 资本端，失败无法被有效管理
- 资产结构上，长期资本被房地产系统性锁定

在这样的条件下，指数的任何一次上行，都只能是阶段性脉冲，而难以演化为真正的趋势。

问题从来不在于钱是否足够，而在于这个市场是否具备承载长期资本与长期判断的结构条件。

当一个社会的长期资本、风险承担能力与财富预期，被长期锁定在房地产之中，股票市场便不可避免地退化为交易场，而非资本定价场。

在这样的结构下，指数的长期停滞，不再是偶然，而是一种必然。

（八）A 股 2025 年牛市格局将延续到 2026

股市并不是一个孤立的赌场。如果说前几节解释的是：为什么过去多年 A 股难以形成持续趋势；那么接下来的问题则是：

在经历了长期下跌与结构性压制之后，为什么在当前阶段，人民币资产尤其是 A 股反而具备了一轮相对持续的反弹条件？

答案并不矛盾：**反弹往往诞生于长期低迷之后。**

过去五年：人民币资产经历的是“系统性压缩”

从 2019 年至 2024 年，人民币资产整体经历了一轮罕见而深刻的估值压缩周期。这一阶段具有几个高度一致的特征：

- 房地产价格出现趋势性下行
- 股票市场长期跑输美元资产
- 人民币汇率承压，资产吸引力下降
- 风险偏好持续走低，长期资金不断外流

在全球资产层面，美元资产在同一时期完成了一轮显著扩张，而人民币资产则被系统性低估、忽视甚至主动回避。结果是：**人民币资产价格与其真实经济体量、产业完整度之间出现了明显错位。**

反弹的起点：不是基本面全面回暖，而是“价格对悲观预期过度折现”

需要强调的是，当前人民币资产的回升，并非源于经济已经全面复苏，而是源于一个更基础的事实：**价格已经对悲观预期进行了过度折现。**

在过去几年中：

- 风险被提前计价
- 悲观被不断强化
- 任何边际改善，反而被视为“超预期”

当资产价格已经内嵌“长期停滞”的假设时，反弹本身反而不需要强劲基本面支撑，它只需要——**不再继续变坏。**这正是周期性反弹的典型起点。

A 股在 2025 年显著跑赢美股，强化反弹格局

2025 年全球股市收官时，A 股的表现已经明显超过美国主要股指。

根据市场统计，**2025 年全年 A 股主要指数全线飘红**：

- 沪深 300 指数全年上涨约 17.66%
- 创业板指数全年上涨约 49.57%（即接近 50%）
  这些涨幅整体 **显著跑赢美国标普 500（约 16.39%）与纳斯达克（约 20.36%）以及道琼斯（约 12.97%）的年度涨幅**。

这一年 A 股的表现不仅是绝对上涨，更是在全球资产配置中的相对表现上形成了结构性的优势。

楼市下行，反而延长了股市反弹的时间窗口

与过去多轮反弹最本质的不同在于：**这一次，房地产不再是资金的吸纳池，而正在转变为资金的释放端。**

在过去二十年里，楼市的强势周期持续吸纳最优质资本，这在历史上对股市趋势形成有显著抑制。资金不断流入房市、土地等资产，而非股市。

而当楼市进入下行与震荡阶段后，一个结构性变化开始显现：

- 房地产不再具备高确定性回报
- 杠杆路径被显著压缩
- 资产负债表持续去杠杆

在这种状态下，资金并不是立即“看好股市”，而是**被动地寻找替代性配置方向。**

这使得股市获得了一种此前极为稀缺的条件——
时间与相对吸引力。资金不再急于撤离股市去追逐房地产，反而愿意在股市中停留更长周期，哪怕只是以反弹或区间配置的方式。

多重周期叠加：反弹不仅是股市行情

因此，这一轮人民币资产的表现，并非单一意义上的股市行情，而是**多个周期叠加的结果**：

- 人民币资产估值修复周期
- 楼市下行带来的资金迁移周期
- 风险偏好从极低水平回升的情绪周期

这三者之间并未形成强趋势共振，却在时间上相互叠加，使得反弹具有**反复拉长、震荡抬升**的特征。

为什么这一轮反弹可能更长

正因为这轮行情并非建立在高增长预期之上，它反而不容易在短期内被“提前兑现”：

没有极端乐观，就不会快速透支。

在当前结构下，更合理的判断是：

- 这是一轮由 **估值修复与资产再平衡驱动的反弹**
- 而非由企业盈利全面扩张驱动的牛市

其持续时间，很可能取决于两个关键变量：

1. **楼市下行节奏是否持续而非急速出清**
2. **人民币资产是否未再次遭遇系统性信心冲击**

只要这两个条件不被打破，**这一轮反弹具备延续至 2026 年下半年的现实基础。**

市值结构与政策可控性：A 股的另一层优势

相比楼市规模，A 股市场整体市值显著偏小：大致只有**楼市总市值的约 1/4 左右、而且也只是全球最大股市美股市值的约 1/4–1/5 梯度**（基于中国国内资产规模估计与全球股市比较）。这种体量差异，对政策调控意味着较高的**操作弹性与可控性**：政府在必要时具有更大的空间进行制度性干预和流动性支持，从而减缓极端波动。同时，过去几年期间，由于全球资金更多追逐高收益资产以及对中国市场的悲观情绪，外资在 A 股中的占比有所下降。**外资撤出导致在股票市场上做空力量相对减弱**，这在一定程度上减缓了市场下跌时的抛压，在市场心理与结构性流动性上强化了 A 股的反弹条件。

潜在黑天鹅：区域性地缘冲击

可能对这一轮反弹构成最大威胁的黑天鹅事件，是**区域性地缘冲突。**
地缘风险比如伊朗危机一旦实质性引爆，可能导致全球资金避险回流美元资产、推动避险资产涨价并加剧市场风险厌恶。

但即便如此，中国政府**仍具备多层次的市场调控工具**：包括但不限于流动性投放、制度性资金引导、边际稳定政策与市场参与者结构性调整等，这些工具可以在短期内缓冲市场冲击，**使股市出现震荡而非大幅下跌**的概率更高。

因此，在**整体判断上，当前 A 股的机会仍大于风险**，即便在非常规冲击下，其制度性稳定能力将比历史上更高。

结语

在这个时间点，人民币资产的反弹不是偶然，而是多个周期叠加与结构性条件共同作用的结果。

楼市不再无条件吸纳资本，股市因此获得了更长的时间窗口；
估值修复尚未触顶，悲观预期已经过度折现；
外资撤出及市值体量结构让政策可控性更强；
潜在系统性风险虽存在，但难以突破现有稳定策略的缓冲机制。

因此，**楼市下行在此阶段并非股市的拖累，而是延长了 A 股 2025–2026 牛市格局延续的基础条件。**

第二章：9 月：美联储降息确定美股进入震荡调整周期

（一）黄金的强势和 A 股的悄然复苏

时间记录：2025 年 9 月 17 日，清晨

地点：加州 · 尔湾

这天我醒得很早。

并不是因为突发消息，而是一种持续了两个月的状态：睡眠变浅，思绪提前启动。我很清楚，这通常出现在市场即将发生结构变化之前。

清晨的尔湾阳光稳定，透过社区里一排西班牙红瓦屋顶，落在街道和草坪上。对面的小广场已经开始热闹起来。

社区里的人私下把那里叫作“鸡娃广场”。

每天五点半左右，就会有一批华人家长聚在这里，手里端着咖啡，谈论的内容高度一致：升学、转学、内推、课外班、竞赛和夏校。很多人刚来美国，语言还不算熟练，职业路径尚未完全展开，但在孩子教育这件事上，投入极高、态度坚决。

我对这个场景并不陌生。

因为我自己，也曾经站在相同的位置上，只是时间更早一些。

我在厨房泡茶，动作放慢。铁观音的第一泡很快出水，苦味明显。我一边看着水汽，一边在脑子里过了一遍最近几个月的市场状态。

表面平静，但变量在积累。

我推开阳台门，空气里混着草坪和紫薇花的味道。桌上的电脑已经打开，页面停在美联储官网的政策直播预约界面。

我在当天的笔记首页写下一行字：

“如果降息成为唯一选项，
那么问题早已不在利率本身。”

随后，我开始例行浏览市场。

九月的美股在降息预期下稳步上升，比特币在 115000－116000 之间来回波动，但一年涨幅仍有 95%。以太坊表现一般，时涨时跌，涨幅刚好也是 95%。QQQ 则刚刚突破 590，一年涨幅大约 25%。黄金价格在经历头四个月 30%的大涨后，一直在 3400-3500 之间晃悠，近期一举突破了 3700，一年涨幅 42%。但真正令华人们所关注，而西方媒体很少提及的，是中国 A 股进入了连续上涨行情。上证指数在 3900 点附近徘徊，近一年涨幅 35%。而创业板及科创板近一年涨幅差不多翻倍。由于 A 股长期跑不赢美股，其实华人当中，关注 A 股的人已经不多了。真正让我在意的，是被忽略的另一端。

在华人圈里，这个变化并没有引起太多讨论。

长期跑输美股之后，A 股已经被大多数海外投资者排除在观察列表之外。

但我没有。

我用的网名叫“无问西东”，并不是为了表达立场，而是提醒自己：不要带着地缘情绪看资产周期。近半年来，A 股明显的进入了一轮上升周期。

其实，在这次重新配置之前，我已经差不多有五年时间，没有真正碰过 A 股。

这五年里，并不是没关注，而是刻意保持了距离。原因也很简单——
在那样的周期位置里，努力参与，往往并不能提高胜率，反而容易被结构反复消耗。与其如此，不如承认：这不是一个值得我下注判断力的市场。

所以，从某种意义上说，我并不是“回到”A 股，
而是第一次在合适的位置，重新看它。

真正让我开始重新认真观察 A 股，其实并不是哪一条具体的政策，也不是某个突发事件，而是一种越来越清晰的感觉：

这个市场，已经被压得太久了。

过去几年，美股在涨，美元资产在涨，美国房地产也在涨；而人民币资产这边，房子在跌，股市在磨，汇率承压，几乎所有和“风险偏好”有关的东西，都被反复否定。时间一长，市场里甚至不再讨论“值不值得”，而是直接默认“没必要”。

这种状态，本身就很不寻常。

因为当一个体量这么大的市场，被长期当成“没有选项”，价格里往往已经提前塞进了太多悲观预期。说白了，已经按“最坏情况”在定价了。

而历史上，很多反弹，其实都不是从好转开始的，而是从**不再继续变坏**开始的。

另一个让我警惕的，是身边人的态度。

在海外华人圈里，几乎没人再认真聊 A 股。不是唱空，也不是争论，而是压根不提。资产配置表里没有它，讨论群里没有它，连批评的兴趣都没有了。

我一直觉得，市场最危险的时候，往往不是大家害怕，而是大家确信“这玩意儿已经结束了”；

而真正开始变得有意思，通常发生在另一种阶段：

大多数人已经懒得再看它一眼。

“别人恐惧时我贪婪”这句话说得太多了，但真正对应的，并不是勇气，而是位置——你是不是站在一个**别人已经不在场**的地方。

还有一个背景，也不能忽略。

过去几年，全球资金往美国走，很大程度上并不是因为大家多么看好美国的长期前景，而是因为在高利率、强美元的环境下，其他选择都显得更被动。资金更多是一种被“挤过去”的状态。

但当美联储开始降息，这个单向吸引力就开始松动了。

这并不意味着钱马上就会回流到哪里，但至少意味着：

那种不需要思考、只要顺着美元走的阶段，正在结束。

当货币环境开始变化，资产之间的相对位置，迟早要被重新看一遍。

也正是在这种背景下，我才在 6 月份回国时，开始逐步配置 A 股资产。具体怎么做，我并没有打算亲自下场证明什么技巧。我很清楚自己的优势在哪里——
我更擅长判断周期位置，而不是每天和市场缠斗。

所以，我选择把钱交给几家长期做量化的机构，明汯、黑翼、宽德、九坤。
对我来说，这不是一次“看多 A 股”的宣言，而是一次基于位置变化的配置动作。

说到底，我并不是在押一个宏大的故事，
而只是确认了一件事：

在这个时间点，继续对 A 股视而不见，反而变成了一种需要被解释的选择。

市场都在等待 9 月的美联储降息，甚至开始讨论是否会再次扩表。但对于美国财政赤字持续扩大的问题，大多数讨论选择了回避。

贸易冲突仍在继续，但更多像是一种谈判工具。
真正的问题，是在这种结构下，全球资产价格已经出现了长期错位。

我喝完那杯茶，把视线从屏幕上移开。

在当天的笔记页脚，我写下了一句冷静的备注：

“这不像一个新周期的起点，
更像一个旧周期在延长时间。”

这是我对这天清晨的判断。

同时，我又回到了 6 月份开始写的小红书。我的强哥财经，短短几个月，居然也积累了两万多粉丝。我今天又发表了一篇作品：

“为何目前是战略投资而非价值投资时代”。

（二）价值投资在当前阶段系统性失效

“价值投资是否仍然有效”，

并不是一个方法层面的争论，

而是一个**时代条件是否仍然成立**的问题。

在当前阶段，

价值投资之所以不再具备普遍有效性，

并非因为市场变得非理性，

恰恰相反，

而是因为**市场正在反映一种被长期忽视的现实**。

首先，“价值”本身正在被系统性高估

经典价值投资的一个隐含前提是：

资产价格终将围绕真实价值波动。

但这一前提，正在被一个更宏观的变量所侵蚀——

全球主权债务水平。

在过去十多年中，

各主要经济体通过持续扩张财政赤字与债务规模，

人为压低了资本成本，

并在相当长时间内抬升了几乎所有资产的定价中枢。

在这一过程中：

- 利率被压制
- 风险被延后
- 折现率失真

结果是:
大量资产看似“合理估值”，但这一合理性，建立在**债务可无限滚动**的假设之上。

一旦将各国高企且持续扩张的负债纳入长期视角，所谓“价值”，本身就需要被重新定义。

换言之,
在忽略债务约束的前提下谈价值，本身就是高估。

其次，中产阶级的持续缩水，正在抽空价值投资的社会基础

价值投资并不仅是一种金融方法，它本质上是**一种社会结构的金融映射**。

回顾历史可以发现，价值投资真正有效的时期，几乎都伴随着一个共同背景——**中产阶级的持续扩张。**

无论是战后美国，还是全球化红利最充分的阶段大量中产涌现的中国，价值投资成立的根基在于:

- 中产阶级规模扩大
- 收入与财富稳步增长
- 消费与储蓄形成良性循环
- 长期资本持续流入资本市场

巴菲特所处的时代，本质上正是美国中产阶级乃至全球中产阶级不断壮大的时代。

企业的长期盈利增长，并非孤立事件，而是建立在一个不断扩张的购买力基础之上。

最后，垄断与 AI，正在改变价值分配的底层结构

而当前阶段，这一社会基础正在发生逆转。

一方面，产业高度集中与平台型垄断，使得利润分配向少数企业与资本高度集中；

另一方面，AI 与自动化技术的加速应用，正在持续挤压中产阶级岗位的生存空间。

其结果并不是“效率提升后人人受益”，而是：

- 收入分化加剧
- 中产阶级规模收缩
- 消费能力被结构性压制

当社会的大多数人不再是稳定的、持续扩张的消费与储蓄主体时，企业长期盈利增长的可预测性，就会被系统性削弱。

在这样的结构下，
依赖“长期稳定增长”的价值投资模型，
自然难以成立。

当价值不再自动兑现，时间就不再是朋友

价值投资的核心信念在于：
只要企业足够好，时间终将站在投资者一边。

但当：

- 债务约束被长期忽视
- 中产阶级不再扩张
- 盈利分布高度集中
- 技术替代加速不确定性

时间本身，就不再是一个中性的变量。

它可能延后价值兑现，也可能放大结构性错误。

在这种环境中，**“长期持有”不再天然降低风险，反而可能放大机会成本。**

所以我得出结论：价值投资不是错误，而是“时代错位”

因此，价值投资在当前阶段的失效，并不意味着它在逻辑上被证伪。

真正的问题在于：**支撑价值投资成立的时代条件，正在消失。**

当：

- 全球债务推高了资产定价中枢
- 中产阶级由扩张转向收缩
- 技术与垄断改变了价值分配结构

投资范式就必须随之调整。

所以我提出，市场将走向“战略投资”时代。战略投资，可以理解为故事或宏观叙事，也可以理解为中产阶级上面那个小阶层的价值。目前，围绕的就是 AI、科技等等。而消费注定是难以兴起。

（三）我经历的几个资产周期

我当投资群的群主已经超过十年了。过去二十多年，我已经经历了几个资产周期。我自己其实对股票的操作不擅长，但是对宏观趋势非常敏感。

这应该是得益于我的开放的心态及丰富的经历。小学的时候，我就把在大学做教授的父母书架上的书都读完了，那里面包括了完整的大学中文系和历史系教材及课外读物。这使得我对中国历史及文化有了一个早期的全面了解。大学时，我所在的医学院开办了英语医学班，由美国的老师来执教，使得我对英语及西方价值观有了早期的深入了解。那时候，我几乎读完了各种世界名著的原版。毕业后我又来到美国留学，系统的学习了西方的哲科思维体系及管理学、计算机科学等。

后来的职业生涯中，我有相当长的时间在一家世界 500 强金融机构从事战略规划方面的工作，这逐步培养了我的大局观。我习惯于先看大势，再看具体操作策略。

在大势之下，我 2021 年从美国回到了中国上海，踏上了人民币资产的腾飞之路。上海楼市 20 年牛市，让我们每一个人都大赚特赚。我的敏锐，也使得我在 2020 高峰抛出了上海房产。

我是在 2018 年带着全家来到美国的。

来之前，我在国内一家大型国企负责 IT 管理，后来离开体制创业。进入市场之后，我逐渐形成了自己的工作方式：

不追逐热点，不迷信单一模型，而是把市场当成一个不断变化的系统来观察。

2013 年起，我就开了一个微信公众号，叫“强哥走天下”。

最初只是记录生活和育儿，但随着时间推移，写作内容越来越多地转向宏观经济、资产配置和全球货币体系。

我写文章时，有一个明确的原则：
每一篇，都是一份投资备忘录。

不讲情绪，不堆热词，只记录前提、变量和风险。

2020 年的那次判断

真正让更多人注意到我的，是 2020 年 4 月那篇文章：《美元资产主升浪到来》。

当时正值疫情初期，美股多次熔断，市场情绪极端悲观。
而我的判断，建立在一张中美资产负债表的对比之上。

当时我用的数据包括：

- 中国与美国的 GDP 体量
- 股票市场市值
- 房地产总市值
- M2 规模
- 居民与企业债务
- 政府显性与隐性债务

通过这些数据，我初步得出了当时中国的人民币资产总值已经达到美国美元资产总值的 1.2 倍的结论。鉴于当时中国 GDP 仍然只有美国的 67%，这种资产价格似乎预示着一种泡沫。同时，在疫情名义下，美国政府具备进行超大规模货币投放的现实条件。

前提不是“美国更强”，而是：
美元仍然是全球锚，且美国资产的整体估值，相对中国资产并不昂贵。

基于这个判断，我之前就抛出了在上海的住宅。之后正好重仓美股，并买入了一处 O’Reilly 汽车零件门店的 NNN 商业地产。

那类资产在当时并不受欢迎，流动性差、关注度低，但现金流稳定。

两年后，这笔投资成为我家庭资产中回报最稳定的一部分。

我的投资群逐渐成为很多朋友投资的风向标。2020 年前后，港股及 A 股、中概均很火热，我的投资群中，几个此中高手，在我的默许下主导，每天荐股不断。后来，随着 A、港股及中概陷入调整，我及时的提醒他们要注意风险。印象中当时有个 jack，很执着，屡劝无效，我最后只好踢他出群。之后一年，这些股票几乎都跌去大半，但我们群里多数人毫发无损，因为我们的注意力早已转移。

2024 年是数字货币的高峰。群里有个币股美女，风头很热。我也主动把管理大权交给了她。群里很多人跟随赚钱，十分快乐。但 2025 年初，我即敏感的感觉到数字货币的顶峰可能已过。这一轮十几年的数字资产游戏，随着以去中心化理想起步，到被美国政府收编，已经失去了原本的意义。一个已经失去了当初初衷的产品，终究不会有什么远大未来。我更愿意认为这只不过是华尔街精英们的又一次概念制造+高点退出的循环而已。这种东西历史上出现过无数次，但到目前永恒的还是黄金。我不断提醒数字美女不要在执念于 20 万，30 万美金的大饼幻想，美女愤而退群。之后，虽然大饼仍不时创点新高，但劲头已逝。而币股则越来越不行了。但黄金则进入了屡创新高的行情。看起来那么类似，2000-2008.。。。。

几次成功的操作，我也逐步获得了“行走的周期”的称呼。我知道这是我的天赋。我的很多判断，并不是来自单一模型，而是来自在不同制度、语言与价值体系中反复切换所形成的“结构直觉”。

回到当下

正因为有过那次经历，我对“周期位置”的判断，一直格外谨慎。

这一次，我并不是在给出结论，而是在记录变化。

当朋友圈里出现这种集体沉默时，往往意味着一件事：
市场已经开始分化，但大多数人还在等待一个更明确的信号。

但我很清楚，过去 5 年，美国楼市涨了 60%，股市翻了一倍多，而同期人民币汇率下跌了 7%-8%，中国楼市下跌了 30%以上。这意味着，世界第一大经济体和第二大经济体的资产价格在 5 年之间发生了翻转。人民币资产总值从美国的 1.2 倍变成了 30%几。很可能，这意味着后续美元资产走势不会那么美妙了。美元资产价格的钟摆已经摇到了上沿。反过来，人民币资产按理应该有一轮反弹。反弹还是反转，这个不妨一两年后再去判断，因为那有着更深刻的底层逻辑。但投资吗，先看个一两年够了。

（四）人生处处是投资，投资永远有周期

时间记录：2025 年 9 月 17 日，下午

下午，我再次经过“鸡娃广场”。

太阳已经升高，广场上的人比清晨少了一些，但讨论的主题依旧集中。
只是这一次，我明显感觉到，话题里多了一层不安。

有人在谈最近几轮科技公司的裁员。
从 2023 年开始，到 2025 年上半年，裁员几乎没有真正停过，只是节奏快慢不同。
更让人警惕的，并不是低端岗位的流失，而是**越来越多高端、专业化岗位开始被 AI 替代或边缘化**。

算法、模型、自动化流程，正在吞噬原本被认为“安全”的工作。

在广场上，我第一次听到有人认真讨论一个问题：

“如果职业路径本身变得不确定，

那教育投入还算不算一笔长期投资？”

收入端的变化

过去十几年，华裔中产的一个重要前提是：

高技能 = 稳定收入 = 可预测现金流。

这个前提，正在松动。

当裁员从周期性现象，演变为结构性调整时，

收入端的确定性开始下降，

而这种变化，往往最先体现在家庭的风险偏好上。

我注意到，很多讨论已经从“如何提升竞争力”，

转向了“如何延长安全期”。

资产端的变化：房子不再兜底

与此同时，资产端的反馈也开始出现变化。

在尔湾，房价从 **2024 年 7 月开始出现明显松动**。

成交量先行下滑，随后价格开始回调，虽然幅度不算剧烈，但趋势已经很清楚。

这对华裔中产而言，影响尤其大。

因为在长期形成的资产配置习惯中，

房产，往往占据了家庭资产的绝对核心位置。

它既是居所，也是财富锚，更是心理安全感的来源。

当房价不再单边上涨时，

那种“即便收入波动，资产也会托底”的假设，就开始失效。

我的选择：2024 年夏天的两笔卖出

正是在这种背景下，我在 **2024 年 7 月到 9 月之间**，

陆续卖掉了我在美国持有的两套房产：

- 一套在 **罗兰岗**
- 一套在 **明尼苏达**

这个决定，并不是基于短期价格判断，

而是基于一个更长期的周期判断。

在我看来，

在经历了过去五年全球资产价格的大幅上涨之后，

美国这一轮持续了约 12 年的房地产牛市，已经走到尾声。

这并不意味着房价会立刻崩塌，

而是意味着：

房地产不再具备“高确定性、低波动”的周期属性。

当一个资产从“趋势”进入“震荡”，

它在家庭资产负债表中的角色，就需要被重新评估。

教育，开始被重新定价

正是在收入端与资产端同时承压的背景下，

广场上的讨论，开始出现明显分化。

有人仍然坚持加码教育投入，

认为这是最后一条可控路径；

也有人开始犹豫，甚至公开讨论：

- 是否值得继续高强度投入
- 是否应该降低预期
- 是否需要为“最坏情况”预留更多现金流

这是一个重要信号。

当人们开始讨论“值不值得”，

而不再默认“必须如此”时，

说明**教育，已经从信仰，回到了投资决策的范畴。**

我的笔记

我在当天的笔记里写下这样一句话：

“人生处处是投资，

而投资，永远有周期。”

过去二十年里，

教育之所以被视为“稳赚不赔”，

并不是因为它本身没有风险，

而是因为资产端的上行，掩盖了这种风险。

当资产周期发生转向，

所有被默认正确的选择，

都会被重新审视。

幻梦的本质

我并不认为这是某一代人的错误。

幻梦的本质，不是认知不足，

而是对过去成功经验的路径依赖。

当旧周期塑造的行为模式，

遇上新周期的约束条件时，

焦虑，几乎是不可避免的副产品。

我看着广场上的人群，心里很清楚：

他们并不是在为未来加码，

而是在为不确定性支付成本。

离开广场时，我开车前往新港海湾。

有些判断，

需要放在更开阔的视角下，

才能看得更清楚。

历史上的债务周期，从来没有“被解决”，

只是在不同制度条件下，被以不同方式“转移、稀释或冻结”。

真正的区别不在于“有没有出清”，

而在于——**是谁承担成本、以什么形式、在多长时间内承担**。

（五）历史上债务周期的 4 种出清方式

第一种出清方式：直接违约 / 破产清算（最原始）

典型时期

- 19 世纪至 20 世纪初
- 金本位 / 银本位约束下的资本主义早期

特征

- 债务不可持续 → **直接违约**
- 银行倒闭、企业破产、资产价格暴跌
- 债权人承担损失，债务人被清算

本质

这是**最“市场化”、也最残酷**的出清方式。

- 债务被真实消灭
- 资产价格大幅回归
- 社会代价极高（失业、动荡、政治极端化）

问题

这种方式在现代社会**几乎不可接受**:

- 大规模破产会引发系统性风险
- 社会与政治承受能力不足
- 民主制度难以承受“硬着陆”

因此，这种出清方式在战后逐渐被制度性回避

第二种方式：通胀出清（最常见、最隐蔽）

典型时期

- 二战后 1945–1970s
- 战争债务高企的欧美国家

发生了什么

- 战争造成巨额政府债务
- 但没有选择大规模违约
- 而是选择：**温和但持续的通胀**

关键机制

- 名义债务不变
- 实际购买力持续下降
- 债务被“稀释”

如果你用真实利率视角看：

- 储蓄者在“无声地付税”
- 债务人在“悄悄减负”

为什么可行

- 人口结构年轻
- 增长尚可

- 金融体系简单
- 资本跨境流动受限

通胀在那个时代，是一种“可被社会吸收的出清方式”

第三种方式：金融抑制（战后真正的核心工具）

什么是金融抑制？

一句话：

通过制度手段，长期压低真实回报率，
把债务成本系统性转嫁给资本与储蓄者。

具体表现

- 利率被压低甚至为负
- 资本管制 / 金融管制
- 强制性国债配置
- 养老金、银行体系被“锁仓”

历史效果

- 政府债务 **在账面上存在**
- 但在真实经济中 **逐渐“变轻”**
- 社会冲突相对可控

这是战后 30 年债务成功“消化”的真正原因，
而不是单纯的高增长神话。

第四种方式：资产泡沫吸收（现代才出现）

这是**近 30 年才成型的“新型出清延迟机制”**。

核心逻辑

- 债务无法出清
- 于是通过**资产价格上升**来维持偿付能力

具体表现为：

- 房地产长期上涨
- 股票估值中枢抬升
- 金融资产成为“蓄水池”

本质

这不是出清，
而是——**把债务问题“资本化”**。

债务没有减少，只是：

- 被资产价格托住
- 被更高杠杆掩盖
- 被未来增长“预支”

这就是我们书里反复强调的“延迟结算”

（六）债务出清路径推演-欧洲、数字货币、中东

如果必须为这一轮全球债务周期选择一个关键词，那它既不是“崩溃”，也不是“清算”，而更接近于——分摊。

这不是一轮通过一次危机完成的债务出清，

而是一场被刻意拉长、被分区安排、被不断寻找买单人的长期过程。

一、重新定义“出清”：不是解决债务，而是寻找买单人

在高债务时代，所谓“债务出清”，

并不意味着债务消失，更不意味着系统恢复健康。

在绝大多数历史情形中，它只意味着一件事：

为既有债务，找到最合适、成本最低、政治阻力最小的买单人。

差别只在于：

- 谁来买单
- 以什么方式买单
- 买单是否被清晰感知

当债务规模已经无法通过真实增长自然消化时，

系统的目标就从“修复问题”，转向了重新分配损失承载者。

二、这是一轮被拉长的债务周期，四种方式并存

与历史上通过剧烈危机完成清算的周期不同，这一轮债务周期具有一个根本特征：

它必须在较长时间尺度内完成出清。

因此，系统不可能依赖单一方式，而是同时动用四种机制：

1. 直接违约 / 清算（显性买单：欧洲，数字货币）
2. 通胀稀释（向货币持有者转移：美国）
3. 金融抑制（向储蓄与长期资本转移，中国）
4. 资产托底与延迟结算（推迟支付中国、美国）

关键并不在于哪一种“会发生”，

而在于：

哪一类经济体、哪一种资产，

被分配到哪一种出清方式中。

三、谁会被保护？——中、美、日的体系地位

1. 美国：系统中枢，不能倒

美国并非因为债务更低而被保护，

而是因为它承担着当前全球金融体系的锚点功能：

- 美元是全球结算与储备货币
- 美债是全球定价基准
- 美国金融市场是全球流动性的最终回收站

因此，美国具备：

- 延迟出清的货币空间
- 金融抑制的制度工具
- 将成本向全球转移的能力

美国不是买单人，而是出清的调度者。

2. 中国：已经为部分债务买单，不太可能成为进一步的牺牲品。

2020-2025 年，中国股市（含港股）和楼市总计已经市值下跌 20 万亿美元以上，部分资金进入美国，已经变相的为美国承担了约 5-8 万亿美元的债务。这是通过美股估值吸收约 3-4 万亿美元，美国国债融资成本降低约 1.5-2.5 万亿美元，美元信用溢价约 1-2 万亿美元来完成的。其余部分，等于已经部分的为国内债务问题买了

单，金融风险已经基本得到控制。当然，代价则是居民资产大幅缩水及收入降低。这种情况下，中国已经不太可能进一步牺牲。

同时，中国具备极强的体系级应对能力：

- 超大规模实体经济
- 高度可协调的政策体系
- 对全球产业链的不可替代性

中国同样具备：

- 内部消化债务的空间
- 用时间换结构的能力
- 避免失序式危机的动员能力

这决定了中国既不会、也不允许进一步成为系统性牺牲品。

3. 日本：已经完成出清的过渡案例

位居全球第四的日本，反而不在本轮“买单人筛选”之列。原因很简单：

- 日本已经为上一轮债务周期支付了三十年时间成本
- 资产与债务已完成重估
- 长期低回报已被社会接受

日本不是赢家，但它已经提前买完了单。

四、因此，被牺牲的只能是欧洲或中东

在排除中、美、日之后，结构性结论异常清晰：如果系统需要显性买单人，地理层面只剩下欧洲和中东。

1. 欧洲的结构性缺陷

欧洲的问题不在于规模，而在于结构不完整：

- 统一货币
- 分散财政
- 割裂政治责任

它既无法像美国那样转移成本，也无法像中国那样集中消化，更不像日本那样已经完成出清。

---

2. 战略现实：欧洲已不再是“必须保护对象”

近年来，美国在防务与战略层面的重心，已明确转向印太与中美长期竞争。
欧洲的重要性被重新排序，从“核心防卫对象”，转为“需要自我承担更多责任的区域”。这并非情绪判断，而是战略资源配置的结果。当系统需要寻找买单人时，
欧洲不再处于保护序列的最前端。

中东石油资源丰富，债务水平很低。美国一旦在中东掀起风浪，可以大大加强石油美元的优势及中东资金流入美国。虽然这无法遏制美国的下滑趋势。大国如果不解决其内部问题，是很难靠外部来解决问题的

五、资产层面的牺牲品：数字货币

如果说欧洲是地理层面的买单人，那么数字货币，则是资产层面最理想的牺牲池。

1. 没有最终兜底者

数字货币：

- 无央行
- 无财政
- 无系统稳定目标

失败，不会引发国家级危机。

---

2. 已深入人心，却可反复吸纳买单人。与早期不同，数字货币已经：

- 深入大众认知
- 形成情绪与叙事惯性

这使其具备一个极其重要的特征：

即便在下跌过程中，仍可反复反弹，不断吸引新的买单人进场。

这使数字货币成为一个可循环出清的资产系统。同时，数字货币过去一两年逐步被美国纳入监管体系，从去中心化变成了部分中心化，使得美国对其涨跌的把控能力大幅上升。这绝对不是什么福音，反而对其是一个噩号。

需要特别澄清的一点是：
数字货币被选为债务出清的“牺牲池”，并不意味着它将进入一条单向下跌的路径。

恰恰相反，它更可能呈现出一种**反复上行、再度回落的震荡结构**。

原因并不复杂：

在一个没有最终兜底者、但叙事持续存在的资产体系中，价格波动本身，就成为吸纳买单人的核心机制。

每一次反弹，都会被解读为：

• 新周期的开始

• 去中心化叙事的回归

• 或“制度妥协后的价值重估”

而每一次回落，则完成一次事实上的出清：旧资金被消耗，新资金被套牢，风险在更高一层价格中被重新分配。

正是这种**反复的“上涨—叙事—回落—再叙事”结构**，使数字货币并非一次性承担成本，而是通过多轮价格波动，**持续、分期地为系统吸收债务与风险**。

从系统视角看，数字货币并不是被“消灭”的对象，而是被设计成一个**可以反复运转的风险吸纳器**。这也是为什么，数字货币的存在形式，与其说更像一种“资产”，不如说更接近一种**可被反复调用的金融缓冲区**。

六、关键问题：欧洲与数字货币，能为多大规模的债务买单？

这是最重要问题。我们不追求精确数字，只看数量级。

---

1. 欧洲的“买单容量”

从资产负债表角度看：

- 欧洲（EU + UK）

- 股票市值：约 20–25 万亿美元
- 房地产市值：约 25–30 万亿美元
- 主权与金融资产合计规模：50 万亿美元以上

但请注意：
只有一部分资产，适合承担“出清成本”。在不引发系统性崩溃的前提下，欧洲可被动承担的出清规模，通常为：资产价值重估的 15%–25%

这意味着：

欧洲可为本轮债务周期，吸收约 8–12 万亿美元规模的成本（通过主权债压力、金融资产折价、长期增长损失完成）

---

2. 数字货币的“买单容量”

数字货币的逻辑完全不同。

- 历史高点总市值：约 3 万亿美元
- 当前有效参与规模：约 1.5–2 万亿美元

但数字货币的关键不在“存量”，而在周转率。在一个“反弹—再下跌”的结构中：

- 同一套资产
- 可以反复完成
- 多轮买单

保守估计：在一个完整周期内，数字货币可通过反复出清，累计吸收约 3–5 万亿美元的风险与债务成本。

---

3. 合计判断

将两者合并：欧洲可吸收 8-12 万亿美元债务，数字货币可吸收 3-5 万亿美元债务，两者合并约可吸收 12-17 万亿美元债务。

这个规模，恰好对应当前全球“最难出清”的那一部分债务缺口。

七、结语：这不是阴谋，而是系统理性

这一轮债务周期，不会以世界性崩溃结束。它更像一场被精心安排顺序的结算：

- 中美：用制度与时间慢慢支付
- 日本：已经支付完毕
- 欧洲：承担显性地理成本
- 数字货币：承担显性资产成本

债务没有消失，只是被系统，安排给了最合适的买单人。而理解这一点，正是理解当下世界的关键入口。

第三章：几个和华尔街相关的故事及周期思维

（一）美联储降息确认震荡市

时间记录：2025 年 9 月 18 日

地点：加州 · 尔湾

这一天，我醒得比往常更早一些。并不是紧张，而是一种确认感。过去三个月里，我在不同场景、不同人群、不同资产之间反复验证的判断，终于要在这一天得到一次集中检验。

开盘前

美股开盘前，期货走势平稳。没有恐慌，也没有兴奋。这种状态本身，就已经说明问题。如果降息仍然被视为“新一轮周期的起点”，那么市场应该提前表现出更明确的方向；但当所有人都知道“会发生什么”，价格往往只剩下对结构的反应。我把当天要观察的几个关键点，写在了笔记首页：

- 是否出现全面 risk-on
- 黄金与美股是否同向
- 创新高是否伴随放量
- 回调是否立刻被买回

盘中表现

开盘后，市场走势很快给出了答案。

纳斯达克指数高开后震荡，盘中几次尝试向上突破，但量能不足，很快回落。**标普 500** 波动不大，指数稳定，但个股分化明显。**QQQ** 在前期高点附近反复拉锯，未能有效拉开空间。

我注意到一个细节：**每一次小幅上冲，几乎都会立刻遇到抛压。**

并不是恐慌性卖出，而是非常理性的获利了结。

与此同时，**黄金**并没有回落。在美股震荡的同时，它依然维持在高位，盘中几次走强。**比特币**继续在 115,000–116,000 区间内波动，没有选择方向。

市场给出的信号

到了中午，我已经不再需要看更多细节。

因为市场已经清楚地表达了一件事：

- 降息没有制造新的趋势
- 估值限制了向上的空间
- 政策预期限制了向下的深度

这是一个**典型的震荡确认日**。我在笔记里写下当天最重要的一行结论：

“这不是一个方向被打开的日子，
而是一个区间被确认的节点。”

我的操作

9 月 18 日这一天，我没有做任何激进操作。我做的，只是对之前几个月判断的**确认与执行**：

- **不追高**
- **不押方向**
- **保留流动性**

我没有试图博取“降息行情”，因为在这种结构下，**押注结果，往往输给结构。**

真正需要做的，是为接下来可能持续一年以上的震荡环境，提前调整思维方式与操作模型。我开始清空自己的账户，开始把资金转入到 Alpha Edge Fund 由阿伟操作。我觉得我不具备应付目前美股市场的能力。

现在，我的人民币交给了国内几家量化机构，美元交给了阿伟，我感到浑身轻松了。真正的投资，不应该是每天疲于奔命的。

一个被确认的周期位置

下午收盘前，我回看了一下过去几年的市场轨迹。从 2008 年开始，
一次又一次的政策干预，把风险不断向未来推移；而到了今天，
政策的边际效果正在明显递减。这并不是危机的开始，但也绝不是新的起点。

我在当天的投资笔记末尾，写下了三行总结：

“当政策只能托底，而无法抬升时，周期已经进入形态转换阶段。”

“趋势的年代正在结束，震荡，将成为常态。”

“接下来的问题，不再是看多还是看空，而是：**如何在震荡中生存与获利。**”

这一点，我在小红书上发布了“A 股长期持有，美股高抛低吸”的投资思路。当然，
对我而言，一两年就算长期了。

夜幕降临时，市场已经收盘。新闻媒体开始用“温和”“符合预期”来形容这次降息。
但对我而言，这些标签已经不重要了。

（二）戴维森的一天

那天晚上，我和戴维森见了一面。

地点不在华尔街，也不在办公室，只是尔湾一家很普通的餐厅。
他看起来比平时疲惫，但不是熬夜的那种累，更像是一种长期处在高强度判断环境里，被反复消耗后的钝感。

我们先聊了一会儿无关紧要的事。直到他忽然停下来，对我说：“我给你讲讲今天在公司发生的事吧。”

于是，我把他的话，原封不动地记在了笔记里。

清晨六点半，阳光斜斜地照在摩根大通总部的玻璃幕墙上。城市还没完全醒，但街道上已经有人穿着西装匆匆赶路，神情紧绷。

戴维森说，他到公司时，七楼会议室已经亮着灯了。屏幕是开着的，他坐下，看着行情，手指有一下没一下地敲着桌面。

他说，那一刻他心里其实很清楚：与其说是在“观察市场”，不如说是在**维持一种表面稳定**。

指数几乎没怎么动。日内波动不到 1%，从任何一个宏观指标看，都算是“正常的一天”。

但真正的问题，并不在指数上。

他点开了一只叫 SBET 的小盘股给我看。上午不到两个小时，价格被资金直接拉升了一倍；中午前后，又被迅速砸下来，短时间内跌掉了一半。散户的交易记录在屏幕上不断刷新。爆仓、追加保证金、强平提示，一条接一条。

他说：“指数是假的。真正的市场，在这些地方。”

研究部主管艾米当时也在会议室。她端着一杯已经冷掉的美式咖啡，看着那条价格曲线像心电图一样抖动，低声说了一句：“这不是市场，这是赌场。”

戴维森说，他当时甚至没有反驳的冲动。只是回了一句：“在一个监管边界不断被试探的环境里，机构永远是 market maker。散户越疯狂，他们能拿到的筹码就越多。”

他说这句话的时候，并没有情绪。因为在他们这一层，早就没有“愤怒”这种东西了，只剩下结构判断。

他很清楚，美国金融市场现在最大的矛盾，并不在于是否有效率，而在于——**效率正在被过度金融化地使用。**美国市场依然有它的优势：

规则透明、工具完备、流动性充沛，
允许做空、允许对冲、允许失败，也允许快速出清。

正是这些机制，让它在过去几十年里，始终保持着全球最强的资本定价能力。

但问题在于，当系统性风险被一再延后、当政策开始默认“指数不能跌”、当流动性被不断用来覆盖结构性问题时，市场的重心，就会悄悄发生偏移。指数被托住了，波动却被挤到了个股、边缘资产、规则灰区里。真正的风险，不再集中爆发，
而是以更碎片化、更高频、更不被追责的方式释放。

戴维森说，现在的市场，已经越来越不像一个“发现价格”的地方，而更像一个**榨取波动的系统**。

就在这时，艾米的量化系统弹出了一行警告：**模型漂移。**

她盯着那几个字看了几秒，对戴维森说：“逻辑开始失效了。我们现在唯一能做的，是撤退。”

戴维森说，这句话在会议室里显得格外刺耳。因为“撤退”，并不只是一次操作选择，而是意味着承认：过去几年赖以为生的那套前提，正在发生变化。他忽然想起十年前金融圈里流传过的一句玩笑话：“这个系统不是靠聪明人赚钱，而是靠大多数人相信它不会崩。”

那时候，他从未怀疑过，自己属于“聪明人”。

但那一天，他第一次意识到：问题也许不在于聪不聪明，而在于——
这个系统，是否还值得继续相信。他说完这些，停了一下，看着我。

我没有立刻接话，只是低头在笔记里写下一行字：

“当金融从业者开始怀疑系统本身，市场的问题，往往已经不在价格层面了。”

也正是在那一刻，我心里更加确定了一件事：

这已经不再是一个单纯靠“估值便宜”或“长期持有”就能解决的问题。这是一个需要站在**制度、周期和资金行为之上**去判断的时代。

价值投资并没有被证明是错误的，但它所依赖的环境，正在发生变化。

于是，投资也不再只是选资产，而变成了一种更偏向**战略层面的判断**——判断这个系统，还值不值得继续下注。

所以，这不再是一个价值投资的时代，而变成了战略投资的时代。把控者的价值观即为战略。

（三）英特尔和比特币的故事

**时间记录：回到 2025 年 9 月 9 日
地点：加州 · 尔湾

那天下午，我坐在尔湾家里的书房里，刚结束一通与一位新加坡对冲基金合伙人的电话。

对方开门见山，说得很直接：“我们认为，美国正处在一个类似 1989 年日本的时刻。结构性过剩、制度转型失败，社会信心将进入长期衰退。”

我没有急着反驳，只回了他一句我更相信的版本：“现在下这个结论还早。但滞涨，大概率是肯定的。资本依然会疯狂，只是方式变了。价值投资的时代已经结束了。接下来需要的是能跟踪主力操作、懂得高抛低吸的模型——我们必须比主力更快。”

电话挂断后，我在笔记里补了一句话：语言可以撒谎，但资金不会。

1）英特尔：新闻还没出来，钱已经先到了

那段时间，我们的监测系统捕捉到一个很不寻常的信号：
一股体量极大的资金，开始持续流入 Intel。这不是散户那种“看新闻冲进去”的买法，更像是“有人提前知道剧本”。我当时的判断很简单：如果这事最后啥也没发

生，那这笔钱就太没道理；如果后面真的有事发生，那我们现在看到的，就是资金在“预演”。

所以我们选择跟随。后面的剧情，市场都看到了：

- **先是政治层面直接点名**。特朗普在 8 月公开要求英特尔 CEO 下台（至少在当时，这是非常不寻常的公开施压）。
- **紧接着是“政府入股”这种级别的托举**。8 月 22 日英特尔公告：美国政府将以约 **89 亿美元**投资（转股等方式）进入英特尔股权。
- **随后是软银 20 亿美元进场**（8 月 18/19 的官方新闻稿），把“救援”变成产业资本层面的共识。
- **9 月 18 日，英伟达宣布 50 亿美元投资英特尔**，并给出更像“绑定式合作”的产品路线（不是象征性站台，而是直接把合作写进未来产品）。

你回头看这条时间线，会发现一个残酷但真实的细节：
最关键的一段涨跌，往往发生在“消息被写进新闻”之前。

我在笔记里写下：这就是现在的美国市场。真正的决定，从来不在新闻出现的那一刻。

很多中国股民喜欢说国内市场“庄家割韭菜”。
但如果你把“庄家”换成更体面的词：**market maker、政策联盟、产业资本**，

你会发现，美股并没有温柔到哪里去——只是包装更高级，工具更完备，故事更像“国家战略”。

美国市场当然依然有优势：流动性深、工具全、做空对冲体系成熟、执行效率高。
但它的主要问题也越来越清楚：当“托底”变成条件反射、当政策与产业目标开始直接进入定价体系时，市场就从“发现价格”慢慢变成“制造价格”。

这一波，我们赚了 10%。

2）比特币：看起来在涨，其实已经在“撤”

然后，就到了比特币。9 月份，很多人看到的是“比特币又冲到 11 万以上”。
但我当时更在意的，是另一件事：**它冲得很努力，却越来越像冲不动。**

从价格行为上看，9 月中旬市场多次冲到 **$116k–$117k** 附近，但月底又把涨幅吐回去，出现回落到 **$109k** 一带的测试。 这在图上看是一段正常波动，但在资金语言里，往往意味着一句话：**有人在上面接货，也有人在上面出货，而且后者越来越坚决。**

更关键的是，9 月 30 日之前，你能看到几组“撤退信号”是同时出现的：

信号 A：链上“全群体分发”——不是散户恐慌，是大资金在卖

9 月 15 日，CoinDesk 引用 Glassnode 数据写得很直白：
各个钱包群体重新回到净卖出（distribution）状态，连“鲸鱼”也开始加入抛售/分发。 我读到这类信息时，脑子里只有一个翻译：
这不是“人气退潮”，这是**主力在把筹码递出去**。

信号 B：ETF 资金开始“喘”，吸收能力在变弱

你当然可以找到一些阶段性的净流入统计，但真正重要的是“趋势变化”。
9 月中旬的研究机构评论就提到：美国现货 BTC ETF 出现明显的流出压力，并且资金偏好开始分化（同一时期 ETH ETF 相对更强）。

我当时的理解是：
当一个市场已经走到高位，ETF 这种“最容易被看见的资金”如果不能持续净买入，它就很难长期承接链上那种分发压力。

信号 C：杠杆在堆，随后被强制清洗——这是顶部常见的节奏

9 月下旬的下跌，被很多报告直接归因于**永续合约多头的清算**。Grayscale 在 9 月 25 日的评论中，把“突然回撤”与永续合约的强平联系起来，并指出当日出现了相

当显著的一次清算事件。 同一阶段的市场报道也强调了“过度杠杆/投机”在降息后反而更容易引发短线踩踏。

你如果做过几轮周期，会很熟悉这个节奏：

上涨—杠杆堆积—突然清算—反弹—再清算。

看起来很热闹，但本质是：上面开始变得“越来越脆”。

信号 D：矿工与供给端压力在上升

到 9 月，矿业端的压力也在被反复提起：算力和难度上行、利润率下滑，导致更强的卖出动机。Jefferies 的报告指出 9 月挖矿盈利能力下滑（与价格回落、算力上升有关）。

矿工不是“看多看空”的那类玩家，他们更像现金流机器。

当他们开始更倾向于卖币维持运营时，对高位市场来说，就是一种持续的供给。

3）我当时的结论：比特币不一定立刻崩，但“这一轮的主升浪”基本走完了

所以，到了 9 月底（9 月 30 日之前），我在笔记里写下的判断是：

比特币未必会马上掉头向下，

但它这一轮“最舒服的主升浪”，基本走完了。

接下来更像是：高位震荡 + 借消息拉高出货。

表面仍然热闹，主力其实在悄悄撤。

换句话说：

这时候如果你还用“价值叙事”去理解它——什么数字黄金、长期持有、信仰——你会很容易被市场教育。

你需要换一种语言：**资金语言。**

而这也正好和英特尔那条线呼应上了：

在同一个年份里，我看到两件事越来越像：

- 一边是传统市场里，资金提前写剧本，新闻只是配合演出。
- 另一边是加密市场里，筹码在高位递出去，波动被杠杆放大，散户在热闹里接最后一棒。

所以我们正在进入一个阶段：

不是“买什么”最重要，而是“你站在谁的资金后面”最重要。

（四）美股回调开始

我们的基金在 **10 月中旬**刚刚开始运作，几乎没有缓冲期，很快便遇到了 **10 月 28 日启动的一轮美股回调**。

这轮调整从指数表面看并不深，但**内部结构的割裂却很明显**。

从 **SPY（标普 500 ETF）**到 **QQQ（纳指 ETF）**，整个市场在 **10 月–12 月**的区间表现是：

- 截至 12 月中旬，**SPY 今年累计上涨约 17% 左右**，仍保持相对坚挺的年内表现。
- 同期 **QQQ 也维持了约 20% 的年内上涨**，尽管回撤阶段波动明显。
- 与此同时，比特币从 **今年高点后大幅回落**，后价格在 **88,000 美元附近横盘震荡**，年内整体甚至出现了**负回报**。
- 以太坊在这段时间也表现出明显分化，在 **3,000–3,200 美元区间波动**而不是持续上攻。

这种结构性分化，很像一面信号旗：**指数之所以看起来稳，是因为大盘权重股被政策预期与资金支撑；但风险资产、波动剧烈的个体，在震荡中先行出清了压力——尤其是在高位区。**

一个不明显但很真实的现象

在回调过程中，你可能注意到这样几个细节：

- **11 月中旬**媒体报道比特币清算事件超过 **10 亿美元**，这说明不是单纯短线抛压，而是系统性的流动性收缩在链上和杠杆端同时爆发。
- 同一时期，纳指科技权重股有所波动，**科技 ETF QQQ 在 12 月初出现了单日回落**，反映出投资者结构性风险厌恶在加强。
- SPY 本身在 12 月中旬也出现小幅下跌，即便幅度不大，也说明市场对 AI/科技和利率等结构性因素担忧加深。

这些数据和新闻表面看起来不是“大崩盘”，但从资金行为层面来说，是一个很清晰的信号：

指数被短期支撑，并不意味着风险已经消退。真正的风险，往往先在更脆弱的板块与更波动的资产中释放。

比特币 vs 美股

与 2025 年初相比，这一轮回调里比特币的行为更值得关注。

到目前为止，比特币的年内回报甚至**是负的**，这跟 SPY、QQQ 还在正收益形成鲜明对比。这并不是一两个交易日的偏差，而是整个资金偏好和风险定价在**高位区重设**的过程——

当资金从高风险溢价开始回落时，**波动性更大的资产（如 BTC、ETH、科技类成长股）就会最先表现出分歧和弱势**。

而且，从链上和衍生品市场的动态来看，**比特币的高杠杆头寸在回调中出现了显著清算**，这说明上半场靠情绪慢慢推升的泡沫成分，在下半场被流动性收缩与风险偏好倒挂放大。

“主升浪”的判定标准发生了变化

这带来的一个很重要的判断是：
过去那种“比特币持续上行即周期延伸”的逻辑，在 10 月以后明显失效了。

不是说比特币从此不能涨，而是它已经从**某种“跨周期资产幻想”逐步回归到资金博弈主导的高波动风险类资产**。
这从年内收益结构就能明显看出来——与美股指数相比：

- QQQ 和 SPY 在震荡中依然维持上涨
- 而比特币、以太坊的表现则出现**分化和回撤压力**

这种分化本身，就是周期中期结构调整的一个典型现象。

同步发生、不同传导

在股市里，尤其是美股的大盘指数，资金层面的支撑依然很明显，这也解释了为什么 SPY 与 QQQ 年内还能维持正收益——即使回调发生。
这背后有两件事同步发生：

1. **权重股与核心资产在震荡中被重新定价，但并未失去制度性资金支撑（包括 ETF 被动资金流、对冲基金动态调整和机构仓位控制）**。
2. **波动性和风险偏好在边缘资产里释放得更快、更早**，特别是比特币等高 Beta 资产。

这就是为什么你会看到：

指数波动不大，但整个底层风险资产的行为却更像是在“先上车后讨论价值”。

我在那段时间的笔记里写下这样一句话：

“指数看起来稳，是因为结构性资金依然被动或主动撑住了它；但真正的风险与博弈，已经先在波动更大、溢价更高的资产中完成了重估。”

这种结构性分化，才是这次回调最真实、最有信息量的地方。

当然，这并没有从根本上动摇过去十几年所建立起来的“美股信仰”。几乎所有人仍然坚信：只要时间足够长，美股终究会创新高。

同期，A 股市场也出现了一定幅度的回调。但由于 A 股市场的结构性特征，那些头部量化基金的净值依然在前高附近反复震荡，显示出完全不同的风险传导方式。

我们的策略，在调整中被验证

正是在这样一轮回调中，我们的投资策略开始显现出优势。

我们跟进的，并不是简单意义上的“强势股”，而是近期经历过显著下跌、但在下跌后出现了明显聪明钱大举流入的个股。与此同时，我们对仓位管理保持了极为严格的纪律：

- 单一标的买入比例不超过总仓位的 10%
- 整体持仓比例极少超过 20%

这种近乎苛刻的仓位控制，使得我们在市场波动中始终保持高度的机动性与安全边际。

即便在如此保守的仓位结构下，我们依然在两个月内取得了 14.3% 的净值增长。

这并不意味着我们“战胜了市场”，但至少说明：我们的投资框架，在当前市场环境下具备初步的适应性与可重复性。

（五）投资，贯穿人生的每一个选择

正是基于这些年的经历和反复验证，我才开始系统性地整理一套**以周期为核心的投资课程**。

但说实话，我做这件事，并不是因为市场上缺少“赚钱方法”。

真正稀缺的，从来不是方法，而是——**在变化中修正自己认知的能力。**

因为我越来越清楚地意识到一件事：**人生处处皆投资，而投资最大的敌人，从来不是信息不足，而是偏见与执念。**

我们几乎每一分钟，都在做投资决策。你和谁喝一杯咖啡，是在投资时间；你选择把钱放在哪类资产上，是在投资金钱；你反复阅读什么样的观点，是在投资认知；而你选择相信什么样的人、追随什么样的叙事，往往决定了你能否在关键周期里活下来。

问题在于，大多数人并不是“不会投资”，而是**太早形成了结论，并且终身不再修改。**

偏见，才是多数人无法看见周期的真正原因

我在市场里见过太多类似的信念：

- 有人坚信：**消费股只能长期持有，越跌越买**
- 有人坚信：**数字货币代表未来，拿住就一定赢**
- 有人坚信：**A 股不可投资，永远都是骗局**
- 也有人坚信：**美股一定会不断创新高，时间站在这一边**

这些判断，听起来都很“理性”，但它们有一个共同的问题：**它们不是基于周期判断，而是基于身份认同。**一旦你把某一类资产，当成了“价值立场”，你就已经失去了调整的能力。

真正的问题不在于这些判断在某个阶段是否正确，而在于——**当周期发生变化时，你是否还允许自己否定它们。**

长期主义，往往被误解成“拒绝变化”

很多人会说自己是长期主义者。但在现实中，我看到的“长期主义”，更多是一种对旧结论的固守。

- 消费股在扩张周期里，是长期资产。但当人口、收入结构发生变化时，它们可能只是缓慢下行的陷阱
- 数字货币在流动性泛滥阶段，确实具备强趋势。但当资金开始收缩、监管和制度进入定价时，它就不再是“只涨不跌”的信仰资产
- A 股在过去多年中确实回报糟糕，但当估值、政策和资金结构同时发生变化时，“不可投资”的结论本身，也会成为风险
- 美股在过去十几年里长期向上。但这并不意味着任何时间、任何价格、任何结构下，都值得无条件长期持有

周期变化，从来不会提前通知你。它只会在你最确信“这次不一样”的时候，悄然转向。而多数人之所以一次又一次错过拐点，不是因为看不到数据，
而是因为他们**不愿意承认自己过去的判断，已经过期了。**

为什么我一直强调“周期比标的更重要”

我在课程中反复强调一个看似简单，却极其反直觉的观点：

在错误的周期里，买对的资产，也可能是错误的决定。

因为周期决定的是胜率，而不是对错。你在上升周期里，哪怕方法粗糙，也容易赚钱；你在下行或震荡周期里，哪怕逻辑完美，也可能长期受挫。

而多数人习惯反过来理解市场：他们先选一个“永远正确的资产”，然后期待时间替他们修复一切。

但现实往往是：时间只会放大错误的结构，而不会替你纠偏。

投资的本质，是持续修正，而不是一次押注

所以我最终意识到，我真正想讲的，并不是“如何选资产”，而是**如何在不同阶段，允许自己变。**

当周期变化时：

- 你是否允许从“长期持有”变成“阶段参与”？
- 你是否允许从“坚定看多”变成“边走边看”？
- 你是否允许从“相信某个市场”变成“只相信结构和资金”？

对很多人来说，这些转变带来的心理成本，远高于金钱损失。

但我始终相信：

真正成熟的投资，不是找到一个永远正确的答案，而是建立一套允许你不断修正的系统。

回到人生本身

当你把投资拉回到人生层面，逻辑其实是一样的。

很多人的痛苦，并不是来自选择本身，而是来自——**他们在一个已经改变的阶段，仍然用旧周期的努力方式，强行坚持。**

而周期，从来不会因为你努力，就对你网开一面。

它只奖励一类人：**那些在关键时刻，愿意承认世界已经变了的人。**

这也是我越来越笃定的一件事：

投资，贯穿人生的每一个选择；而周期，是理解这些选择成败的唯一底层语言。

执念，是投资中最昂贵的成本

我的投资群仍然保持着相当的活跃度。我持续在小红书、微信视频号以及微信群中分享对市场故事的理解和投资思路。

但随着交流的深入，我越来越清晰地意识到：多数人其实是被执念所主导的。

- 信奉技术图形的人，终日盯着 K 线
- 信奉美股的人，永远相信它会不断上涨
- 越是资产基础薄弱的人，越急功近利，越难从长期视角看问题

我始终坚持长期主义，但这并不与短线操作方法相矛盾。
我的长期主义，并不是执着于“持有多久”，而是试图构建一套在不同周期中都能持续有效的投资体系。

现实中，资本市场的结果往往是残酷而稳定的：
股市里的钱，长期来看，总是推动“富者愈富，贫者愈贫”。

巴菲特说：“别人贪婪时我恐惧，别人恐惧时我贪婪。”
但真实的市场是：

99% 的人看不到周期。他们只是——别人贪婪时我也贪婪，别人恐惧时我也恐惧。

而且，你几乎不可能说服他们。

投资，贯穿人生的每一个选择

- 你和谁喝一杯咖啡，是投资时间
- 你买哪一类资产，是投资金钱
- 你读哪一本书，是投资精力
- 你选择结交什么样的朋友，是一种最复杂、也最重要的综合性投资

我们几乎每一分钟，都在有意或无意地做出投资决策，而这些决策最终塑造了你的人生路径。

一个有趣却反复被验证的现象是：凡是愿意花时间阅读我的文字、与我深入交流讨论的人，往往也是投资中最成功的那一批人。

而更多的人，会觉得这些思考“空洞、无用、太慢”。
他们宁愿加入喊单群——哪怕有时准、有时不准，只要“立竿见影”。这正是他们真正想要的东西。

第四章 中美博弈：G2 时代

（一）进入垄断资本主义之后：美国正在失去效率

时间记录：2025 年 10 月—11 月

进入 2025 年第四季度后，我对美国的判断发生了一次明显的修正。

这次修正，并非来自某一条宏观数据，也不是某位“专家”的新观点，而是源于一系列极其琐碎、却在不同系统中反复出现的日常经验。它们并不剧烈，却持续存在，像钝刀割肉。

我逐渐意识到：
美国正在进入一个新的阶段——垄断资本主义阶段。

在这个阶段，债务依然重要，但它已经不再是最深层的变量。

真正发生变化的，是整个体系的激励结构：

当资本高度集中、行业进入寡头或事实垄断状态之后，社会的核心目标开始从“提高整体效率”，转向“维持既有优势”。

债务，是表层约束；

效率衰退，才是底层结果。

1）垄断阶段的资本，不再以效率为第一目标

在高度竞争的资本主义阶段，效率是生存条件。

但当行业被少数巨头控制、市场进入事实垄断之后，效率反而可能成为风险。

提高效率意味着结构调整，意味着责任清晰，意味着失败者被淘汰。

而在垄断阶段，系统更倾向于选择另一条路径：

通过法律、监管、游说和流程复杂化，把不确定性降到最低。

资本开始更多地投入到“防守性领域”——

金融设计、合规体系、风险转移、政治影响力——

而不是提升基础服务的可靠性。

2）债务，放大了这种激励扭曲

到 2025 年，美国联邦债务突破 38 万亿美元。

真正改变国家行为边界的，并不是债务规模本身，而是债务在垄断结构中产生的放大效应。

当利息支出逼近、甚至超过军费开支时，财政体系的首要目标会本能地转向“维稳”。

任何改革都被视为潜在风险，任何效率提升都要先通过层层审查、法律评估与部门协调。

最终的结果往往只有一个：

流程被无限延长，责任被不断稀释，而问题被悬置。

3）行政系统：流程取代了解决问题

我曾向国税局（IRS）提交过一封信，询问一个极其简单的问题。

如果由人工处理，两分钟足以给出明确答复。

结果是在接下来的两年里，我收到了五封回信。

五封内容完全一致：

“你的问题需要更多时间来回答。”

没有解释，没有时间预期，也没有解决路径。

只有流程在自我复制。

那一刻我意识到：

在垄断资本主义阶段，行政系统的首要目标已经不再是“解决问题”，

而是**确保任何人都不需要为结果承担责任。**

4）高复杂系统：协调能力的衰退

类似的体验很快出现在交通系统中。

一次搭乘美联航的航班，飞机在登机口等待了五个小时。

期间没有清晰说明，也没有责任人出面解释。直到最后，航空公司才确认飞机无法起飞。

这并非极端天气，也不是突发事故，而是一种典型的系统协调失败：

它既无法及时判断，也无法及时传递判断。

在垄断航空市场中，航司并不真正害怕失去客户。

延误的成本被分散到每一个个体身上，而系统本身无需为“低效率”付出代价。

5）分配失衡：效率成本被持续外包

当资本高度集中、社会分配长期失衡时，一个必然结果是：

效率成本开始被系统性地外包给普通人。

纳税人的时间、乘客的等待、消费者的不确定性——

这些成本不再被视为“问题”，而被默认为可以无限消耗的公共资源。

当“系统故障”成为万能解释时，责任机制事实上已经断裂。

没有人需要为结果负责，只需要证明“我遵循了流程”。

6）从不便，到对“可靠性”的怀疑

如果这些只是孤立事件，它们或许只是生活不便。

但当类似场景在税务、交通、住宿等基础系统中反复出现时，它们开始指向一种结构性退化。

我反复问自己：

如果一个社会在这些基础系统上都无法保持稳定、可预期的运行，那么在更高强度的压力下，它还能运转到什么程度？

这已经不是体验问题，而是**可靠性假设的动摇**。

7）一个判断：垄断资本主义的真正代价，是“做事能力”

我在那段时间的投资笔记里写下了一句话：

真正限制一个国家行动边界的，从来不只是资源，而是它是否仍然具备把事情做成的能力。

当资本集中到足以逃避效率约束，当优越感取代责任感，一个国家即便仍然强大，也已经在事实上失去了行动自由。

而这，正是理解接下来中美博弈、产业脱钩、关税反复，以及盟友行为失控风险的前提。

（二）G2 时代：中美妥协，美国对弱国施压

时间记录：2025 年 10 月—2026 年初

如果说制度效率的衰减，限制了美国“还能做到什么”，
那么进入 2025 年第四季度后，关税、稀土与一系列地缘政治动作，则更清楚地揭示了另一件事：

在 G2 格局逐步固化的背景下，美国并未放弃强硬，而是对强硬进行了分层使用。
对中国这样的对等强国，强硬正在变得昂贵、易反噬、且必须反复撤回；
而对反制能力不足、依赖度更高或处于体系边缘的对象，强硬更容易转化为现实行动。

1）关税：从“武器”退化为“谈判姿态”

2025 年秋天，特朗普再次高调喊出对中国商品征收高额关税的计划。
语气强硬、措辞直接，几乎复刻了他第一任期时的政治语言。

但如果回到结构层面，你会发现一个耐人寻味的细节：
关税被反复提出，却迟迟无法完整、持续地落地。

10 月 10 日，在“加征关税”的消息推动下，美股出现明显抛售——标普与纳指同步下挫，典型的政策冲击“首日效应”迅速显现：情绪先行，价格先跌。
但紧接着，随着关税表态被降调、执行细节被模糊化，市场在随后几个交易日出现反弹，资金重新将这轮冲击定价为“谈判筹码”，而非不可逆的长期路线。

这一来一回，并不是情绪反复，
而是现实约束在起作用。

在当前阶段，对中国的关税更像一种需要反复解释、反复校准的政治姿态，
而不再是一条可以不计成本、一路推到底的政策路径。

2）关税的真实成本：通胀、利润、选票

在 2025 年的美国，关税早已不只是外交工具，
它更像一道直接作用于国内经济与政治稳定的约束条件。

更高的关税意味着：

- 更高的进口成本
- 更直接的通胀压力
- 更明显的企业利润压缩
- 更敏感的选民反应

这也解释了一个反复出现的结果：
强硬仍然被频繁提及，但几乎总是伴随例外、延后、豁免与“技术性调整”。

进入 11 月，官方文件与公开表述已经把这种“强硬=可谈判”的性质写得相当明确：
整体更像一种**结构性停火 + 延长窗口**，而非持续升级。

把这些信息放在一起看，结论并不复杂：

在 G2 博弈中，关税更像筹码，而不是可以无限推进到底的路线。

3）稀土：中国的“低调反制”与节奏控制

与关税的高调不同，中国的应对方式明显更克制，也更技术化。

不是全面封锁，而是通过审批、许可、用途限制来掌握节奏。
出口管制范围的阶段性扩大、技术清单的更新，以及对特定用途的强化审查，构成了一种清晰的信号：

产业链从来不是单向依赖。

更重要的是，这种收紧并非一刀切。
随后出现的许可放行与出货恢复，使“可撤回、可调节、可谈判”的特征变得具体而可见。

在 G2 结构下，这种反制方式的意义在于：
它让对手很难把对抗推到不可收回的状态——因为任何一步升级，都必须计算长期、可重复出现的反制成本。

4）强硬的重新分配：从对等博弈，转向非对称对象（机制链）

当对中国的强硬不断遭遇现实约束，美国并没有放弃“强硬”这一政治工具，
而是开始**将强硬重新分配到更容易产生结果的对象上**。
这一变化并非零散事件的拼贴，而是一条可追溯的机制链。

委内瑞拉：司法与金融工具的“可落地强硬”

在拉美方向，美国对委内瑞拉的施压持续加码。
相较于关税或产业链博弈，这一路径更偏向司法、金融与执法工具的综合运用：制裁升级、资产冻结、法律指控与跨境执法并行推进。

这一选择的结构优势在于：

- 不需要承受显著的国内通胀或产业链反噬
- 不会对美国金融市场形成系统性冲击
- 可以快速转化为“行动已经发生”的政治叙事

在反制能力有限、对外依赖度高的对象身上，强硬更容易被兑现为现实结果。

伊朗：威胁升级，但烈度受控

对伊朗的处理方式则呈现出另一种特征：
军事威胁与安全表态的频率明显提高，但行动始终被控制在“可管理烈度”之内。

航母部署、联合演训、针对关键设施的警告性表述不断出现，
但始终避免跨过引发全面战争的阈值。

这里的逻辑并不复杂：
伊朗具备区域反制能力，但缺乏在全球层面对美国形成长期系统性消耗的条件。
在这种非对称结构中，强硬既能维持威慑叙事，又相对可控。

格陵兰：对盟友边界的压力测试

围绕格陵兰的表态，则标志着强硬开始向盟友边界外溢。

关键并不在于是否真的采取行动，
而在于美国首次将**盟友领土与主权**纳入公开的谈判与交易语境。

这种表态本身，就是一种压力测试：

安全依赖是否可以转化为政治筹码？

盟友的战略空间是否仍然不可触碰？

德国的公开批评：盟友体系中的规则警报

正是在这一背景下，德国方面对美国做法的公开批评显得格外重要。

相关表态集中在一个核心点上：

国际规则与主权原则不应被选择性适用，盟友关系不能被简化为单向服从。

这类声音并不等同于“反美”，

而更像是对盟友体系内部**规则底线被反复试探**的预警。

结论：G2 时代的强硬，被系统性“分层使用”

把上述过程放在同一条逻辑链上，你会看到一个清晰的结构：

- **对中国**：对等反制能力存在，强硬成本高、回报不确定，必须反复降调与撤回。
- **对弱国与边缘对象**：反制能力有限，强硬更容易落地，政治回报更直接。
- **对盟友边界**：强硬以“表态与试探”为主，用于测试服从度与规则弹性。

这不是混乱，而是重排。

在 G2 时代，强硬并未消失，而是被有选择地使用。

（三）中美科技之战

如果只看情绪化的新闻标题，中美科技之战似乎每天都在升级。

但站在更长周期的角度看，我越来越清楚地意识到一件事：

这并不是一场“谁先把对方打倒”的战争，而是两套技术体系、两种能力结构，在不同阶段各自发挥优势的长期博弈。

美国仍然掌握着基础科学与原始创新的源头；
中国则在工程化、规模化与成本控制上，形成了几乎无人能及的体系能力。

这不是输赢问题，而是**分工与节奏的问题**。

一、机器人：一个在抬高上限，一个在压低下限

在人形机器人领域，这种差异表现得极为清晰。

美国这边，代表性公司是 **Boston Dynamics**。
它的 Atlas 系列，几乎定义了当下人形机器人的技术天花板：
高自由度控制、复杂地形下的动态平衡、全身协同能力，仍然领先全球。

Boston Dynamics 与 **Toyota Research Institute** 合作，将“大行为模型”引入实体机器人，目标并不是立刻量产，而是探索**通用型机器人在真实工业环境中的极限能力**。

美国机器人体系的特点非常鲜明：重研究、重控制、重算法验证，追求的是“最难问题是否能被解决”。

而中国这边，最具代表性的对照，是 **宇树科技**。

宇树并不试图在单项技术指标上全面压过 Atlas。
它走的是另一条路：
通过供应链整合、模块化设计与成本压缩，把人形机器人从“展示品”推向“商品”。

当宇树把人形机器人的价格不断下探时，它改变的不是技术上限，而是**市场边界**。
一旦价格进入可复制区间，真正的变量就不再是“能不能做”，而是“能不能铺开”。

如果一定要做一个对比：

美国在做“机器人能做到什么”；
中国在做“机器人能卖给谁、卖多少、多久能回本”。

历史反复证明，最终改变产业格局的，往往不是天花板，而是地板。

二、芯片：美国守的是制程与生态，中国拼的是系统工程

芯片，是中美科技博弈中约束最强、分歧也最大的领域。

美国的核心优势，集中在三点：

- 先进制程与设备控制
- 架构设计能力
- 围绕算力构建的软件与工具链生态

在这一体系中，**NVIDIA** 是绝对核心。
不只是因为 H100、H200 这样的产品性能领先，更因为其 CUDA 生态，已经成为全球 AI 算力的“事实标准”。

只要生态还在，芯片本身就不只是硬件，而是一种平台。

中国的路径则完全不同。

在先进制程受限的前提下，中国并没有指望“一步跨越”，
而是通过封装、集成、集群调度和系统级优化，把性能一点点“拼”出来。

以 **华为** 为代表的路线，本质上是一种系统工程思维：
单芯片不够强，就通过多芯片协同、封装方式与软件调度弥补。

这条路的优势在于：
它不依赖单点突破，而依赖整体工程能力。

劣势也同样明显：在功耗、效率、稳定量产与规模良率上，仍然难以完全对标 H100 级别的成熟产品。

我的判断一直比较克制：

- **在特定任务、特定集群条件下**，中国芯片通过工程化手段逼近 H100 的“可用性能”，并不遥远
- **但在单芯片全面对标、并稳定规模化量产这一层面**，仍然需要更长时间

这不是意志问题，而是产业条件问题。

三、AI：美国掌握范式，中国掌握落地

AI 是中美科技竞争中，最容易被误判的领域。

美国的优势，在于“范式定义权”。

从大模型架构，到训练方法，再到工具链，
全球主流 AI 路线，几乎全部源自美国的研究体系与企业实践。

无论是基础模型，还是算力调度方式，美国公司始终站在“第一性原理”的起点。

而中国的优势，并不在于抢先定义范式，
而在于**把 AI 当作工具，迅速嵌入具体行业**。

制造、物流、金融风控、政务系统、零售、内容分发……在这些高度工程化、对成本和效率极度敏感的场景中，中国企业推进 AI 落地的速度，往往更快。

美国更擅长“发明问题的解法”；
中国更擅长“把解法变成流程”。

当 AI 从技术红利，进入生产力重组阶段，工程能力的重要性，会被不断放大。

四、对抗正在变成协同竞争

把机器人、芯片、AI 放在一起看，你会发现一个共同趋势：

中美并没有走向全面脱钩，
而是在各自优势区间内，形成一种**高张力但可控的竞争结构**。

美国不可能放弃中国市场；中国也无法、也不需要在所有维度上复制美国。

双方真正较量的，不是“谁能彻底取代谁”，而是：

- 谁能在自己的优势区间内，把能力跑得更久
- 谁能在对方优势区间内，把风险控制得更稳

这也是为什么，我始终认为：
中美在当前阶段，走向有限合作、结构博弈，比全面对抗更符合双方利益。

而这类判断，对投资尤其重要。

五、周期视角下的投资含义

当你意识到这场科技之战并非“你死我活”，而是**优势轮动、成本博弈与工程兑现**时，你对市场波动的理解就会发生变化。

每一次因为科技摩擦、政策强硬而引发的短期回撤，如果并未触及产业结构的根本条件，往往并不是趋势反转，而是情绪过度定价。

在这种结构下，宏观洞见的价值就会被放大——尤其是在短期操作中。

不是因为你能预测结果，而是因为你能判断：**哪些冲突走不远，哪些变化不可逆。**

我的笔记

我在那段时间的投资笔记里写下这样一句话：

“真正决定科技竞争胜负的，从来不是口号，而是体系在时间面前，是否还能持续运转。”

机器人、芯片、AI，都是如此。投资，也一样。

（四）对等地位：当霸权在文本中承认现实

时间记录：2025 年 11 月

真正的转折，并不发生在关税数字里，也不发生在稀土审批表上。它发生在一行行看似冷静、克制、甚至略显枯燥的**官方文本**中。

权力真正的语言，从来不是口号

进入 2025 年第四季度后，美国发布的新一版国防与安全评估文件，并没有引起太多舆论波澜。

媒体关注的，仍然是军费规模、武器项目、地缘热点。但在文件内部，一些措辞的变化，却显得异常耐人寻味。

过去反复出现的词语——“绝对优势”“主导地位”“单极安全架构”，开始明显减少。

取而代之的，是一种更加谨慎、甚至带有防御意味的表达：

- “长期竞争中的对等对手”
- “需要适应多极格局下的共存风险”
- “避免系统性误判”

这些词语本身并不激烈，但它们所传递的心理信号，却极其清晰。

“对等”，是一个极重的词

在战略语境中，“对等”并不是外交礼貌用语，而是一种**心理位置的调整**。当一个长期自我定位为规则制定者的国家,开始在核心安全文件中承认“对等”，它所承认的，并不只是对方的实力。

它承认的是：**世界已经不再围绕自己单向运转。**

这种承认，往往不是在失败之后出现，而是在继续坚持原有叙事所需成本过高时，悄然发生。

从“改变对方”，到“管理共存”

对比几年前的官方文本，一个变化尤为明显：

美国不再频繁使用“改变中国行为模式”这样的表述，而更多强调：

- 管理风险
- 控制误判
- 建立沟通机制

这并不意味着立场转向，而是意味着目标发生了变化。从试图塑造对方，转向接受对方长期存在的现实。这是一种非常典型的**周期后段心态**。

我读到的不是退却，而是疲惫

有人把这种措辞变化解读为“战略收缩”。但在我看来，这更像是一种深层的疲惫。

不是军力不足的疲惫，而是制度、财政、社会心理多重压力叠加后的**结构性疲惫**。

当一个体系需要同时应对：

- 高负债
- 制度效率衰减
- 国内撕裂
- 外部多点竞争

它对世界的期待，自然会从“重塑”，转向“维持可控”。

中国的变化，也在发生

值得注意的是，这种变化并非单向。中国在 2025 年的官方表述中，也明显减少了情绪化措辞。更多强调“稳定预期”“风险可控”“长期结构调整”。

这并不是退让，而是对自身问题的清醒认知：

- 房地产下行仍在消化
- 消费修复需要时间
- 外部环境必须保持可预期

在这样的背景下，**双方都不再急于证明什么**。

博弈，正在变成共存管理

当中美都开始在官方文本中降低对抗强度，强调“风险管理”而非“胜负”，一种新的博弈形态已经形成。这不是和解，而是一种**彼此默认存在的现实主义关系**。

在这种关系中：

- 冲突仍可能发生

- 竞争仍将持续
- 但“失控”成为双方共同避免的底线

我的笔记

我在那段时间的笔记里写下了一句话：

“真正的历史转折，往往不是通过胜利宣布，而是通过措辞变化完成的。”

当霸权开始在文本中承认对等，它并不是放弃力量，而是在为力量寻找一种**可持续的使用方式**。这，或许正是 2025 年第四季度中美关系最重要、却最容易被忽略的变化。

（五）中美博弈的阶段及彼此的竞争合作

当我回头审视 2025 年第四季度的中美关系时，一个越来越清晰的结构性事实浮现出来：**中美博弈，并非简单的胜负轮替，而是一场在不同阶段中不断转换形式的长期竞争与合作过程。**

这一判断，并非来自单一事件，而是源自本章前几节中反复出现的同一条主线——**当制度、资本与技术共同进入高复杂度阶段，博弈方式本身必然发生变化。**

从周期视角看，过去数年的演化至少可以拆解为三个阶段。
而每一个阶段的“优势”与“代价”，本身都在为下一个阶段埋下伏笔。

第一阶段：全面对抗（2018—2024）

美国阶段性占有优势，但优势本身延缓了其内部问题的解决

第一阶段，是中美博弈中最直接、也最具压迫性的一段。

正如本章前文在分析美国制度与资本结构时所指出的那样，在这一阶段，美国依然具备**成熟市场体系、全球金融规则与技术叙事的综合优势**。

因此，美国选择正面出击：科技战、贸易战、金融规则、资本市场准入与供应链重组，同时推进。

在这一阶段，美国确实占据了明显的结构性优势。这种优势，并不只是体现在经济或军事层面，更体现在**规则、叙事与资本定价权的集中**。
尤其是在 AI 领域，这种优势与前文所讨论的“技术上限能力”高度一致：

- AI 的基础理论、研究范式与话语体系，主要由美国学界与产业界主导
- 通用模型、算力架构与资本化路径，形成高度自洽的体系
- AI 被迅速金融化、叙事化，成为美股估值抬升的核心引擎

在这一框架下，全球资本持续向美元资产集中。从结果看，美国在第一阶段阶段性占有优势：

- 美元资产显著扩张
- 美股与美国房地产价格大幅抬升
- 人民币资产在全球配置中的权重持续下滑
- 人民币汇率长期承压

从资产负债表的相对变化看，人民币资产总值从高点时约为美国的 1.2 倍，滑落至仅剩 30% 多。

但正如前四节反复强调的那样，**制度优势如果长期以“资产泡沫”的方式体现，本身就会推迟必要的出清。**

正是这种阶段性优势，也带来了一个被长期忽视的副作用—美国内部的结构性问题，被持续推迟，而非真正解决：

- 高债务问题被资产价格掩盖
- 分配失衡被资本市场繁荣暂时中和
- 中产阶级购买力下滑，被资产效应延后显现

优势，在这一阶段，更像是一种延缓出清的“麻醉剂”。与此同时，中国则在外部高压之下，被迫提前调整。房地产泡沫被挤压，资产负债表被修复，增长模式被迫转向。这一过程并不轻松，但整体避免了系统性失控，以时间换空间，完成了一次相对软着陆。从周期角度看，这并非失败，而是提前支付调整成本—这正是前文所反复讨论的“下限能力”。

第二阶段：优势开始逆转的外围博弈（2025—2026）

中国处于更有利的位置，竞争与合作并存

第一阶段的不同结果，决定了第二阶段博弈的起点并不对称。正如前文关于资产周期与社会预期的分析所揭示的那样，民众与资本的预期，往往在高点最一致，却也最脆弱。进入 2025 年后，一个关键变化逐渐显现：

- 美国资产整体处于高位
- 乐观预期高度集中
- 债务与分配问题尚未完成出清

而与此同时：

- 中国资产已完成较大幅度的估值压缩
- 房地产泡沫被挤出
- 资本市场处于低位修复阶段

这使得双方在第二阶段的结构位置，发生了实质性变化。在这一背景下，特朗普式政策所面对的现实是：继续在中国方向“割韭菜”，已经不具备可行性。边际收益下降、成本上升、结果不确定，但美国维持消费及高位资产价格，又迫切需要大量资源，这迫使其博弈方式开始转向外围。

丛林法则与小国承压

正如本章前文在分析“强硬策略的分层使用”时所指出的那样，当正面对抗的性价比下降，强硬往往会被转移到更容易承受成本的对象身上。在委内瑞拉、伊朗等中小国家问题上，制裁、威慑与直接施压重新成为主要工具。规则与道义让位于效率与结果，丛林法则再次显现。与此形成对比的是，在涉及全球金融稳定、能源秩序与系统性风险的问题上，中美反而出现了现实层面的合作空间。因此，中美关系在这一阶段，呈现出一种并不矛盾的状态：**竞争与合作并存。**

亚洲与势力范围的再评估

也正是在这一阶段，日本在东亚方向的动作明显增多，但美国却并未选择同步升级。这一现象，恰恰印证了前文关于“冲突可控性”的判断：对当前阶段的美国而言，避免系统性失控，比展示姿态更重要。

无论在军事表态还是外交措辞上，美国都表现出明显克制。这并非偶然，而是势力范围优先级调整的结果：

- 亚洲并非最值得不计代价投入的主战场
- 避免与中国发生直接、系统性冲突，优先级更高
- 控制烈度、维持模糊边界，成为更理性的选择

这并不意味着放弃盟友，而是对长期消耗成本的清醒计算。

谁被牺牲了？

当大国进入“竞争与合作并存”的阶段，正如前文关于风险转移的讨论所揭示的那样，系统性调整的成本，并不会凭空消失。真正被牺牲掉的，往往是中小国家。

它们既无法形成对冲能力，也缺乏规则制定权。外部冲击更直接，资本流动更剧烈，汇率与资产价格波动被显著放大。

在这一阶段，中小国家的资本市场，反而面临更大的挑战。

第三阶段：内力的较量

将本章前几节的分析线索汇总来看，一个更深层的判断逐渐浮现：**第三阶段的中美博弈，核心已不在外部，而在内力。**

对中美这样的世界性大国而言，外部因素的边际影响正在下降，真正起决定作用的，是各自内部系统的自我调节与更新能力。

内力一：政治体系的自我修复能力

AI 并非中性技术，它会系统性放大既有结构问题：垄断集中、财富分化、中产阶级被持续挤压。因此，第三阶段最关键的问题，不是效率高低，而是——谁的政治体系，更有能力在效率提升的同时，完成必要的再分配与结构修复。这是系统是否能够长期运行的问题，而非价值评判。

内力二：AI 文明的顶峰与转向

从更长周期看，美国所代表的现代科技文明，在 AI 时代，正在逼近自身的阶段性顶峰。不是技术枯竭，而是技术进步已开始反噬社会结构。当技术逻辑走到极致，继续沿原路径加速，往往意味着风险累积，而非文明跃迁。转向，不再是选择，而是必答题。

内力三：东方智慧的启示

在这一背景下，东方智慧的意义重新显现。它并不提供现成模板，但提供另一种理解复杂系统的方式：

- 重视整体平衡
- 接受周期波动
- 强调长期稳定

如果说西方现代文明擅长突破边界，那么东方智慧更擅长管理边界。在 AI 时代，这种能力正在重新变得稀缺。

内力四：民族文化的承压能力

第三阶段，依然是一场耐力赛。它考验的不只是制度与技术，还有民族文化对增速放缓、利益调整与长期不确定性的承载能力。

世界的走向：多极，而非替代

从这一视角回看，中美博弈的终点，很可能不是“谁取代谁”。

单一霸权的时代，属于工业化与早期全球化。在 AI 与高复杂系统并存的时代，世界更可能走向：

多极共存，多种文明路径并行，多种制度在实践中相互校正。

这，或许正是 2025 年留给世界最重要的注脚。

第五章 周期框架下的投资策略

（一）在多重周期重叠下被分化的市场

霍华德·马克思反复强调一句话：**“你无法准确预测未来，但你必须知道自己正处在周期的什么位置。”**

如果把 2025-2026 年前后的全球市场放进这一框架中，一个非常重要的事实就会浮现出来：**我们并不处在单一周期中，而是处在多个周期的重叠区间。**

而正是这种重叠，决定了市场只能分化运行，而难以形成单边趋势。

一、债务周期：所有周期的“底色”

首先，也是最底层的，是**债务周期**。无论从哪个口径看，当前主要经济体的债务水平，都已经远远超出传统经验区间。
各国总债务规模，普遍接近甚至超过 **GDP 的两倍**。

区别仅在于分布模式不同：

- 美国：债务高度集中于中央政府
- 中国：债务更多分散在地方政府、企业与居民
- 欧洲、日本：长期依赖财政赤字与货币宽松维持平衡

但在马克思的框架中，**债务并不是“会不会出问题”，而是“如何被消化”**的问题。

当债务无法通过真实增长自然出清时，它只能通过四种方式被“处理”：

1. 下跌及破产清算
2. 时间（长期低增长）
3. 通胀（购买力稀释）
4. 金融抑制（压低真实回报）

这意味着一个结论：**债务周期决定了资产估值的长期天花板。**

二、估值周期：价格早已透支未来

在债务周期的背景下再看估值，很多现象就不再矛盾。无论是美股还是A股，从多个长期维度看，**整体估值都明显高于各自历史均值中枢**。

这并不是因为投资者集体失去理性，而是因为估值本身，已经变成了对债务问题的“否认”。

当前估值隐含的前提是：债务不会真正成为约束。

但在马克思看来，周期的残酷之处恰恰在于：**你可以暂时忽略约束，但不能永久忽略。**

因此，从估值周期的角度看，市场并不处在一个“新的便宜起点”，而更像是一个**高位钝化区间**。

三、资本情绪周期：乐观尚在，但已不极端

第三个重要维度，是**投资者心理与情绪周期**。

如果这是一个典型的泡沫顶点，
你会看到的是：

- 极端乐观
- 杠杆泛滥
- “这次不一样”的叙事全面占据主流

但现实恰恰相反。

当前市场的情绪状态更接近于：

- 对高估值的理性不安
- 对下跌的恐惧仍在
- 对长期回报的预期被压低

这并不是一个“狂热”的阶段，而是一个**犹豫但尚未出清的阶段**。

在马克思的体系中，这通常意味着：**市场难以继续大幅推高估值，但也尚未具备彻底出清的条件。**

四、政策与政治周期：人为设定的“下限”

第四个周期，是当代市场中越来越重要的一环：**政策与政治周期**。

在美国，2026 年中期选举构成了一条极其现实的边界：

- 股市深度绑定养老金体系
- 绑定中产阶层资产负债表
- 同时也是政治稳定的重要指标

在这种结构下，**系统性股市下跌在政治上几乎不可接受**。

这使得市场形成了一种典型的“人为地板”：

下跌会被干预，但上涨不会被鼓励。

这不是牛市的条件，但也不是熊市可以自由展开的环境。

五、结构性结果：趋势消失，分化成为主旋律

当我们把以上几个周期叠加在一起，结论其实非常清晰：

- 债务周期压制长期空间
- 估值周期限制继续扩张
- 情绪周期缺乏极端推动力
- 政治周期托住下行风险

这四个周期的交汇点，并不是趋势，而是**震荡与分化**。

正如霍华德·马克思所说：**“周期的后半段，最危险的不是看错方向，而是用错方法。”**

一个总判断

因此，我对 2026 年之后的总体判断是：

- 这不是一个全面做多或全面做空的年代
- 而是一个必须区分市场、区分资产、区分策略的阶段

债务决定上限，政治决定下限，而真正属于投资者的空间，只存在于结构与方法之中。理解这一点，才能理解为什么 A 股只能“慢”，为什么美股只能“震荡”，以及为什么**周期思维本身，将成为未来几年最重要的投资能力**。

（二） A 股：处在多个周期错位中的“慢牛土壤”

如果只用一句话概括 A 股当前所处的位置，那就是：**它并不缺乏上涨的条件，而是缺乏大幅上涨的必要性。**

在霍华德·马克思的周期框架下，A 股的特殊性并不在于某一个周期走得极端，而在于多个周期彼此错位。这种错位，并不会导向失效，反而为一种更“可控”的走势提供了土壤——
指数不需要快速拉升，但其运行重心正在被逐步上移。

一、估值周期：低估是真实的，上移并不需要估值重构

从估值周期看，A 股的低估是真实存在的。如果说美股的问题在于“涨得太久”，那么 A 股的问题，则在于“跌得太久”。

在过去五年中：

- 美股与美国房地产经历了显著上涨
- 人民币资产整体持续回调
- 汇率贬值进一步放大了这种差异

从全球资产配置的角度看，人民币资产长期处在被忽视、被低配、甚至被主动回避的区间。这意味着，A 股的估值本身已经为下行风险提供了缓冲。

但需要强调的是：
这一阶段 A 股的上移，并不依赖于估值体系的重构，也不需要对增长前景的激进重估。它只需要在低估值区间内，保持稳定、温和的抬升即可。

二、资本周期：资金并不缺位，只需要“方向感”

第二个关键错位，来自资本周期。

A 股并不缺资金。无论是居民储蓄、机构资金，还是政策层面的稳定性力量，资金规模从来不是瓶颈。真正的约束在于：
这些资金并不具备推动快速趋势的性格。

在做空与对冲机制受限、主力资金难以在高位完成完整回收的结构下，**大幅上涨反而会迅速演化为风险，而非机会。**

但这并不意味着资金不愿意参与。恰恰相反，在低利率环境下，只要指数能够保持**持续但温和的上行**，资金就会以配置、轮动和结构性参与的方式持续流入。

这里的关键不在于“涨多少”，而在于：**是否持续向上。**

三、企业周期：经营改善更多体现为“稳定性”，而非溢价

第三个错位，来自企业自身的周期。在健康的资本市场中，企业成长会逐步转化为长期估值溢价。而在 A 股，这种传导并不顺畅。

一方面，不少上市公司更关注短期市值管理；另一方面，资本也并不愿意以长期陪伴的方式承担不确定性。

但在当前阶段，这种错位反而强化了“慢牛”特征：**企业的边际改善，更容易被市场解读为“不再恶化”，而非高增长故事。**这恰好符合指数重心缓慢上移的条件。

四、政策周期：目标不是制造牛市，而是维持向上

第四个错位，来自政策周期。中国政策的核心目标，并不是制造一轮情绪化牛市，而是：

- 防止系统性风险

- 维持金融体系稳定
- 避免资产价格剧烈波动

在这一框架下，政策并不需要指数大涨，但**明显不希望指数长期下行或反复击穿信心区间**。这就形成了一种非常重要、却常被忽视的取向：
指数可以慢，但方向需要向上。

只要方向明确，哪怕斜率不高，在低利率环境下，资金就会被动地、持续地向权益资产靠拢。

五、综合判断：重心上移，是多周期错位下的最优解

将以上几个周期放在一起，A 股的运行逻辑其实非常清晰：

- 估值周期 → 提供下限
- 政策周期 → 约束波动方向
- 资本周期 → 限制上涨斜率
- 企业周期 → 提供稳定性而非溢价

在这种多周期错位的结构中，指数级牛市并不具备自我强化条件；但**指数重心的持续上移，反而成为最符合各方约束的结果。**

因此，A 股的“慢牛”，并不是缺陷，而是一种在当前制度、资金与政策环境下的均衡形态。

也正是在这一判断基础上，我逐渐形成了一个清晰的投资取向：
不押指数的速度，而参与结构的延续；
不赌情绪的爆发，而利用重心的抬升。

（三）Beta 受限，2026 年重视 Alpha

——以 A 股为例

如果说前两节解决的是“市场会怎么走”的问题，那么这一节要回答的，是一个更根本的问题：

在 2026 年，市场还能不能靠方向赚钱？

我的答案非常明确：**无论是 A 股，还是美股，2026 年都不再适合将主要收益来源寄托在 Beta 上。**

需要特别说明的是，这并不等于 Beta 完全失效，而是意味着——**Beta 不再是决定收益上限的核心变量。**

原因并不复杂：**估值决定空间，政策决定边界，周期决定方法。**

一、Beta 受限，是一个全球现象，而非某个市场的缺陷

很多人把“Beta 赚不到钱”，理解为某个市场本身的问题。但如果从更高一层的周期视角来看，2026 年面对的是一个更普遍的现实：

- 全球主要市场估值整体不低
- 债务周期持续压制长期回报
- 国家意志普遍介入资产价格运行

这三点共同决定了一件事：**指数空间被系统性压缩。**

这并不是熊市，但也已经不再是那个“只要持有指数就能赢”的时代。

在这样的环境中，押注 Beta，本身就变成了一种**低效率选择**。

二、周期视角下：A 股 Beta 将阶段性优于美股，但仍不足以成为主线

在“全球 Beta 普遍受限”的背景下，A 股与美股的差异，开始更多体现为**周期位置的不同**。

从估值、政策取向与资金结构看，A 股的 Beta 在 2025–2026 年阶段性**具备优于美股的条件**：

- 估值处于相对低位，修复空间真实存在
- 政策目标明确偏向“稳中有升”，而非压制
- 外部做空力量显著减弱，系统性下行风险有限

相比之下，美股所面临的约束更为直接：高估值、高债务、货币政策边际转向与政治不确定性，共同压缩了其 Beta 的可持续空间。

但即便如此，A 股的 Beta 优势也更多体现在**“不差”与“相对占优”**，而非具备自我强化的趋势条件。

正如前文所述，A 股同时处在多个周期错位之中：

- 估值周期已触底，但资本周期并未同步
- 政策周期强调稳定，而非趋势培育
- 主力资金缺乏完整的高位回收机制

这决定了一个现实：**A 股的 Beta 更适合作为背景变量，而非核心押注对象。**

三、Alpha 的真正来源：不是方向判断，而是结构性低效

当 Beta 的边际作用被削弱之后，真正值得回答的问题只剩一个：

Alpha 从哪里来？

在 A 股，答案非常清晰：来自那些长期存在、且难以被快速消除的结构性低效。

这些低效并非偶然，而是制度设计与投资者结构共同作用的结果：

- 情绪化资金占比较高

- 政策预期与现实执行反复错位
- 定价在“过度反应”与“反应不足”之间持续摆动

这些特征，并不利于趋势形成，却为 Alpha 的持续产生提供了稳定土壤。

四、为什么量化与中性策略，反而是“顺周期”的选择

在很多人眼中，量化策略意味着复杂甚至激进。但从周期位置看，它们恰恰是**最顺势、也最克制的选择**。

因为它们的假设极其有限：

- 不假设市场会持续变好
- 不假设指数会突破区间
- 不假设趋势一定存在

它们只假设一件事：**市场会持续犯错。**

在 A 股，这一假设不仅成立，而且高度稳定。因此，通过量化、中性、多因子等方式，在不依赖 Beta 的前提下，争取 **10%–20% 的年化 Alpha**，反而成为与当前结构最匹配、风险最可控的目标。

五、Beta 的新角色：从“收益来源”退化为“环境变量”

在 2026 年的投资框架中，Beta 并没有消失，但它的角色已经发生了根本变化。

它不再是主要收益来源，而更像一个运行环境：

只要不出现系统性下跌，就已经完成任务。

这一点，与政策周期“稳字当头”的取向高度一致，也为 Alpha 策略提供了必要的运行空间。

一个方法论层面的结论

因此，这一节真正想表达的，并不是“如何在 A 股赚钱”，而是一个具有普遍适用性的判断：**当一个时代的主要矛盾从“方向”转向“结构”，投资的核心能力，也必须从 Beta 转向 Alpha。**

A 股只是这一转变中，**最早、也最清晰的样本。**

而当我们把目光投向美股，你会发现：虽然机制不同、表现形式不同，但结论高度一致——

Beta 同样受限，只是路径不同。只是表现形式不同。这，正是下一节要讨论的重点。

（四）同样押注 Alpha：美股震荡结构与“抢反弹”模型

如果说 A 股的 Alpha 来自结构性低效，那么在当前美股环境中，Alpha 更多来自**被反复制造的恐慌与修复**。

这并不是判断美股“还会继续涨”，而是基于一个更现实的前提：

在高估值与强托底并存的结构下，美股最确定的机会，不在趋势，而在反弹。

一、美股的现实结构：跌是常态，跌深不被允许

在前文已经反复论证，美股正处在一个高度特殊的阶段：

- 估值偏高，难以再通过扩张推动指数持续上行
- 债务约束真实存在，但尚未被正面出清
- 政治周期（尤其是 2026 年中期选举）不允许股市出现失控式下跌

这意味着：

回调会频繁发生，但系统性下跌会被迅速干预。

于是，美股呈现出一种非常稳定的运行节奏：
急跌 → 恐慌放大 → 资金介入 → 技术性修复 → 再度震荡。

在这种结构下，**押长期 Beta 的胜率反而下降**，而围绕“下跌—修复”展开的 Alpha 策略，反而具备可重复性。

二、模型的出发点：不是猜底，而是跟随“聪明钱”

需要先澄清一点：**我们的“抢反弹模型”，并不是主观判断的抄底策略。**

它的核心思想只有一句话：**不预测市场，只跟随资金。**

具体而言，模型分为三个极其清晰的步骤。

三、第一步：全市场扫描“非理性下跌”

模型首先做的，不是判断宏观方向，而是**对美股全市场个股进行系统性扫描**。

筛选条件非常明确：

- 个股在短时间内出现**显著、快速的下跌**
- 跌幅明显超过其历史正常波动区间
- 下跌主要由情绪、流动性或事件冲击驱动，而非长期基本面崩塌

这一步的目的，是识别**被恐慌“砸出来”的价格失衡**。

四、第二步：识别“聪明钱”的反向进入

真正决定是否出手的，并不是价格本身，而是——**在下跌过程中，资金在做什么。**

模型会重点监测：

- 大资金在下跌区间是否出现**明显的逆势流入**
- 成交结构是否发生变化
- 是否出现“跌价不跌量”甚至“价跌量增”的特征

当价格仍然疲弱，但**聪明钱已经开始大举进入**时，
这往往意味着一件事：

市场的恐慌，已经超过了真实风险本身。

在这种情况下，我们选择**迅速跟随进入**，而不是等待所谓的“确认反转”。

五、第三步：短持、快走，只吃“修复段”

抢反弹模型的第三个，也是最容易被误解的一点是：**我们从不试图把反弹做成趋势。**一旦价格完成修复、情绪回归中性，模型就会**主动退出**。

持仓周期通常较短，目标非常克制：

- 不博新高
- 不恋战
- 只吃“被错杀—被修复”的那一段

这使得整个策略：

- 回撤可控
- 胜率稳定
- 不依赖指数方向

六、已经发生的事实：模型在震荡中跑赢指数

需要强调的是，这并不是一个“纸上谈兵”的框架。在 2025 年底刚成立的两个月的实际操作中，在美股整体震荡、指数表现有限的背景下，这一模型已经**显著跑赢大盘**。

这本身说明了一件事：**当 Beta 失效时，Alpha 并不会消失，只是换了一种存在方式。**

对 2026 年的外推判断：环境仍然有利于反弹型 Alpha

从周期角度看，支撑这一模型的关键条件，在 2026 年并不会消失：

- 高估值仍在 → 下跌会频繁发生
- 政治周期仍在 → 深跌会被抑制
- 波动率难以回到极低水平

这意味着：**恐慌—修复的结构，将在 2026 年反复出现。**

只要这个结构存在，抢反弹模型就具备持续发挥作用的土壤。

一个方法论层面的总结

这一节真正想表达的，并不是某一个模型的细节，而是一个更重要的结论：

在一个被托底、却缺乏向上弹性的市场中，Alpha 的最佳来源，往往来自“错误被制造的瞬间”。A 股如此，美股亦然。区别只在于：A 股的错误更“慢”，而美股的错误，更“快”。

（五）黄金和白银：当 Beta 与 Alpha 都不再可靠时的“信用对冲”

如果说前四节讨论的是**如何在股票市场中获取 Alpha**，那么这一节讨论的，是一个更底层的问题：

当整个体系的信用都值得被怀疑时，有没有一种资产，不依赖任何人的承诺？

在我看来，这正是黄金在当下周期中的真正意义。

一、黄金不是通胀交易，而是“信用交易”

很多人理解黄金，仍然停留在“对抗通胀”这一层面。但从长期周期看，这种理解是**不够的**。在历史上，黄金真正走出大级别行情的阶段，几乎都不是单纯的通胀时期，而是：

- 货币信用被反复透支
- 债务规模不断累积
- 市场开始质疑“承诺是否还能兑现”的阶段

换句话说：**黄金并不是对物价的判断，而是对信用的投票。**

二、一个被忽视的事实：全球债务只是“分布不同”

在前文中已经反复提到，当下世界面临的，不是“某一个国家的问题”，而是一个**全球性的债务周期**。

各国的区别，并不在于是否负债，而在于**债务如何分布**：

- 美国：债务高度集中于中央政府

- 中国：债务更多分布在地方政府、企业与居民
- 欧洲、日本：长期依赖财政赤字与货币宽松维系体系

但无论分布如何变化，本质都是：**用未来的信用，解决当下的问题。**

而当所有主要货币体系都采用相似的方法时，所谓“相对安全”的概念，本身就开始失效。

三、为什么在 2026 年前后，黄金的逻辑仍未结束

从周期角度看，黄金的大级别行情，通常会持续到**完整的降息周期真正结束之后**。

这是因为：

- 降息意味着债务压力尚未被出清
- 实际利率仍然受到压制
- 信用扩张仍在继续

而从当前条件判断：

- 美国尚未完成完整降息周期
- 全球债务并未实质性去化
- 地缘与金融体系的不确定性仍在累积

这意味着：**黄金的逻辑并未走完，至少在未来两年内仍然成立。**

四、黄金在我的体系中，不是用来“交易”的

这一点非常重要。在我的体系中，黄金**不是一个频繁操作的资产**，也不是用来追逐短期波动的工具。

它的角色非常清晰：

不是为了跑赢谁，而是为了防止整个体系失灵时，自己被一并带走。

这也决定了黄金的配置方式：

- 不追求精准择时

- 不因短期回调而动摇
- 更像是一种“长期保险”

在一个高债务、高干预、高不确定性的时代，这种资产本身，就具备存在价值。

五、一个总的定位：黄金是“非 Beta、非 Alpha”资产

如果用一句话来总结黄金在第五章中的位置，那就是：**黄金既不是 Beta，也不是传统意义上的 Alpha，而是一种对整个金融体系的对冲。**

在 2026 年这样的环境下：

- 股票市场 → 只能押注 Alpha
- A 股 → 押结构性 Alpha
- 美股 → 押反弹型 Alpha
- 黄金 → 押信用不确定性

它们各司其职，共同构成一个**不依赖单一判断的体系**。

截止 2025 年 12 月 13 日，黄金已经涨到 4320 美元/盎司..他的终极目标可能在 5500.

白银：信用对冲中的“高 Beta 版本”

如果说黄金是对整个信用体系的**底层保险**，那么白银，则是这一逻辑在现实经济中的**放大器**。与黄金不同，白银同时具备两种属性：

- 货币属性：在信用受损阶段，被重新视为“硬资产”
- 工业属性：深度嵌入现代工业、能源与科技体系

这决定了一个重要差异：**黄金在信用危机中“稳步重估”，白银则往往在确认阶段出现“补涨与加速”。**

当市场从“担忧信用”转向“行动性对冲信用”时，资金会自然从黄金，向**更具弹性的替代资产**扩散，白银正是这一过程中的核心受益者。

一个经常被低估的变量：贵金属供给已进入“硬约束区间”

讨论黄金与白银，不能只看需求侧，**供给端的变化，正在成为决定性变量。**

黄金：新增供给几乎停滞

过去十年，全球黄金供给已经呈现出明显特征：

- 易开采、高品位金矿基本被耗尽
- 新矿发现数量持续下降
- 环保、地缘与资本约束显著提高开采成本

黄金的新增供给，**无法因价格上涨而迅速扩张**。这意味着：**黄金不再是“价格上去—供给跟上”的商品，而更接近一种“存量博弈资产”。**

白银：供给更紧，且被动依附

白银的供给问题，甚至比黄金更为隐蔽：

- 超过 70% 的白银为**伴生矿**（来自铜、铅、锌）
- 并非“因白银而开矿”
- 工业消耗多为**不可逆消耗**

当全球经济在债务与转型中反复拉扯时，白银供给的**弹性几乎不存在**。这使得白银在信用冲击阶段，价格反应往往**非线性**。

（六）信用破坏的三种结算路径，黄金白银都将上涨

目前的各国政府高负债的本质，就是由于技术进步导致越来越多的人不被生存系统需要，进而政府必须创造需求来弥补需求不足的问题及解决这部分人口的收入问题。但这种债务驱动模式不是可以永远持续的。最终，世界只有产生新的主义或分配模式才能彻底解决技术进步带来的分配越来越不均衡的问题。在此之前，解决债务问题，只有三种不同的政治—金融选择。关键不在于“会不会发生”，而在于：**哪一种最可能被选择，以及是否会出现“混合态”。**

下面我逐一推演。

模式一：全民背负（隐性通胀 + 税负转移）

机制：

- 高通胀或隐性通胀
- 实际利率长期被压制
- 税负向中产与低收入阶层转移

现实约束：

- 中产已处于结构性萎缩阶段
- AI 将进一步压缩劳动收入与就业安全
- 社会承受能力有限

结论：

该模式**无法单独长期维持**，但会作为“拖延手段”反复使用。

此情况下贵金属定价结果（合理区间）：

- 黄金：**5000–5500 美元/盎司**
- 白银：**70–90 美元/盎司**

模式二：大企业与资本承担（利润压缩）

机制：

- 对 MEG7 等大型企业加税、监管、利润再分配
- 实质是用“资本泡沫”对冲“社会稳定”

现实约束：

- 美股估值对利润高度敏感
- 该模式将直接引发资产价格重估

结论：

这是**政治上最困难、但经济上最直接**的路径，很可能只在危机阶段被**局部、短期采用**。

贵金属定价结果：

- 黄金：**5200–6000 美元/盎司**
- 白银：**90–120 美元/盎司**

模式三：事实违约（金融体系信用破裂）

机制：

- 实质性赖账 / 货币信用坍塌
- 美元作为“可信中介”的地位动摇

现实约束：

- 这是最后手段
- 一旦发生，体系将被迫重构

结论：概率最低，但**不是零概率**，且一旦发生，价格将失去传统锚。

贵金属定价结果（非线性）：

- 黄金：**7000 美元以上，不设上限**
- 白银：**150 美元以上，波动极端**

最可能出现的现实路径：混合式拖延 + 局部转移

综合政治可行性与社会稳定需求，

最可能出现的并非单一模式，而是混合态：

- 以模式一为主（通胀 + 利率压制）
- 辅以模式二的局部版本（监管 + 税制调整）
- 尽量避免模式三，但无法彻底排除其尾部风险

在这一框架下：**黄金不是“押方向”的资产，而是“押系统不完美”的资产。**

白银不是避险资产，而是对冲信用与工业系统同时承压的弹性资产。

当政府债务成为“替代中产需求”的工具，而 AI 又进一步削弱中产的经济地位时，

黄金与白银上涨，并不是市场选择，而是制度逻辑的自然结果。

（七）不同认知和不同财力下的投资策略分化

写到这里，其实已经没有必要再去强调某一个市场、某一种资产，甚至也不需要继续争论短期的多空判断。

因为在一个长期不确定、规则不断变化的时代，真正重要的问题，始终只有一个：

在同样的周期环境下，不同类型的投资者，应该采取完全不同的生存策略。

周期对所有人是同一个周期，但**应对周期的方式，从来不可能相同**。

一、统一的底层逻辑：我的体系首先服务于“存续”

无论面对哪一类投资者，我的投资体系都有一个不变的出发点：

它不是为了判断最准确，而是为了在判断出错时，依然能够存续。

周期反复出现之后，我逐渐意识到一个事实：

判断一定会出错，而真正致命的，从来不是出错本身，而是站在一个**不允许出错的位置上**。

因此，我并不把周期当作预测工具，而是把它视为一张**风险地图**：

- 告诉我什么事情在当前阶段不太可能发生
- 告诉我哪些方向的胜率正在持续下降
- 告诉我哪些位置，已经不再值得重仓下注

但从这里开始，**策略必须分化**。

二、普通投资者：防淘汰优先，而非进攻优先

1. 普通投资者最大的风险，不是错过机会，而是被一次波动淘汰

对于绝大多数普通投资者而言，现实约束是清晰的：

- 收入端对周期高度敏感
- 现金流抗波动能力有限
- 风险承受能力往往被高估

在这样的前提下，当前周期里最重要的事情只有一件：

避免在一个不奖励风险的阶段，承担过度风险。

2. 去杠杆，是顺周期而非保守

在当前 **低 Beta + 高波动 + 高政策干预** 的环境中：

- 杠杆并不能稳定放大收益
- 却会显著放大一次判断失误的后果

因此，对普通投资者而言：

- **降低杠杆，本身就是顺应未来的行为**
- 不是因为悲观，而是因为周期已经不再线性

3. 普通投资者，并不适合在当前阶段主动拥抱 Alpha

Alpha 并不等同于“更聪明”，
而是意味着：

- 更高频的决策
- 更复杂的结构
- 更密集的回撤管理

在 **低 Beta + 高波动** 的阶段，Alpha 策略对执行力、心态与风险控制的要求，
往往高于普通投资者的现实能力。

因此，普通投资者更适合：

- 降低参与频率
- 降低仓位波动
- 接受“少做即是多做”

在资产配置上：

- **黄金**，更像是一种“信用对冲”与系统保险
- 它并不依赖判断节奏，也不要求频繁决策
- 更适合作为不确定时代的底仓资产

三、成熟投资者（以我为代表）：有限进取，但不押系统稳定

与普通投资者不同，我对自己的定位非常清楚：

- 具备跨周期经验
- 能承受阶段性回撤
- 不依赖单一收入来源
- 更关注结构性机会，而非方向性押注

这决定了，我可以采取**略微激进，但高度受控**的策略。

1. 激进，并不等于加杠杆

我的“激进”，并不体现在方向上，而体现在**结构选择**上：

- 不押长期趋势
- 不依赖货币宽松
- 不假设系统一定会稳定兑现

而是在局部、可回撤、可退出的前提下：

- 参与结构性 Alpha
- 参与恐慌后的修复
- 参与被情绪错杀的阶段性机会

2. 不同市场承担不同角色

在我的体系中：

- **A 股**：只做结构性 Alpha，不赌整体方向
- **美股**：不长期持有，只参与恐慌后的修复窗口
- **黄金**：作为信用对冲，不追求交易节奏

这些策略看似分散，
但核心目标一致：

任何一笔投资，都不能依赖“系统必须正常运行”这一假设。

3. 激进的前提，是随时可以退回防守

我之所以可以略微激进，
并不是因为我更乐观，
而是因为：

- 我可以在判断错误时迅速撤退
- 我不需要通过杠杆维持表面收益
- 我的体系允许我长期等待，而不是被迫行动

四、同一周期，不同结局，取决于是否选对了“该扮演的角色”

周期不会因为你的认知而改变，
但它会放大你**角色选择上的错误**。

- 普通投资者，如果在这个阶段强行进攻，
  风险往往来自“不必要的参与”
- 成熟投资者，如果误把经验当成确定性，
  风险则来自“过度自信”

真正成熟的投资体系，并不是让所有人都变得激进，而是：

让每个人，在适合自己的位置上，不被淘汰。

行走在周期中，而不是站在周期之上

我从不认为自己是“看透未来的人”。

在周期面前，所有人都只是行走者。周期不会因为你理解它，就对你网开一面；
但如果你尊重它、顺应它、并选对了角色，它通常也不会把你推向悬崖。

这，正是我想通过这套体系最终表达的东西：

不是战胜周期，而是在周期中，用适合自己的方式，稳稳地走下去。

第六章 中美楼市：一场尚未走完的长期周期

如果说股市的波动，更多体现在情绪与预期上，那么房地产的变化，则更像是一种缓慢而不可逆的地壳运动。

它不以季度为单位变化，而是以数年甚至十年为尺度展开。

也正因为如此，房地产周期往往最容易让人产生错觉——“已经跌了这么久，应该到底了吧？”

（一）时间的尺度：房地产周期，从来不是用“几年”来衡量的

如果说股市的周期，更多体现在情绪与预期的快速切换中，那么房地产的周期，则几乎完全建立在**时间本身**之上。

它的运行速度极慢，拐点不明显，却一旦形成方向，往往持续多年。

一、房地产是所有资产中“时间惯性”最强的那一种

与股票、债券不同，房地产具有三个极其特殊的属性：

- 高杠杆
- 低流动性
- 强路径依赖

这决定了房地产价格的变化，从来不是由“情绪”主导，而是由**现金流、融资条件和人口结构**缓慢推动。

当一轮房地产周期进入下行阶段时：

- 杠杆不会立刻出清
- 价格不会迅速坠落
- 供需错配会长期存在

于是，调整往往以一种**“拖长时间”的方式完成**。

二、历史经验：房地产下行周期，往往以“年”为单位推进

回看历史，无论中外，房地产下行周期几乎都呈现出相似特征：

- 日本 1991 年后，房地产调整持续十年以上
- 美国 2006 年见顶后，真正完成出清用了接近 6–7 年
- 中国自身 2011–2014 年的一轮调整，也持续了数年

这些案例反复说明一件事：

房地产不是靠“跌幅”完成调整的，而是靠“时间”完成调整的。

价格只是结果，时间才是工具。

三、放在这个尺度下看中美楼市的位置

如果把当前中美楼市放回这一时间尺度中，位置就变得非常清晰。

- **中国楼市**：
  从全国范围看，已经持续下行 **2–3 年**
- **美国楼市**：
  在高利率环境下，真正进入趋势性下行 **约 1 年左右**

这两个数字，在股市中已经算“很久”，但在房地产周期中，只能算是：

刚刚进入中段，甚至还未触及真正的压力区。

四、为什么“还没到底”并不等于“马上会大跌”

这里需要特别澄清一个常见误解。

判断“尚未见底”，
并不意味着：

- 价格一定会快速暴跌
- 系统性危机会立刻发生

恰恰相反，房地产更可能呈现的是：

- 缓慢下行
- 长期横盘
- 在低成交量中逐步消耗信心

这也是房地产周期最残酷的地方：

它不会给你一个明确的“恐慌时刻”，
却会在漫长的时间中，不断消耗耐心与资金成本。

五、从周期角度看，当前最重要的不是“判断拐点”

在这样的资产上，周期给出的真正指引从来不是：

- 什么时候抄底

- 哪个月反弹

而是一个更朴素、也更困难的判断：**现在，是否已经到了“可以开始考虑配置”的阶段？**

从时间、杠杆、现金流与利率四个维度综合看，无论是中国住宅，还是美国住宅，答案都还是否定的。

这并不是悲观，而是对房地产这种**超长周期资产的基本尊重**。

（二）中国楼市：下行已经发生，但“投资逻辑”才是真正的问题

这不是一次回调，而是一轮完整周期的反转

从 2021 年下半年开始，中国住宅房地产进入趋势性下行阶段，到现在，已经持续了接近三年。

这并不是一次由政策收紧触发的短期波动，而是一轮**完整周期的反转**。

支撑过去二十年楼市上行的核心变量，正在同时发生改变：

- 信贷扩张周期实质性结束
- 高杠杆模式在金融与社会层面都难以为继
- 居民资产负债表从“进攻型”转向“防守型”

在此前的上涨周期中，房地产的投资逻辑，本质上建立在三个隐含前提之上：

1. 房价长期上涨几乎不会被打破
2. 杠杆可以不断续接、不断滚动
3. 居民愿意用未来几十年的收入，换取今天的资产

而现在，这三个前提，已经同时动摇，且**没有哪一个是短期可以逆转的**。

这意味着：
这一轮下行，不是“修正”，而是“切换”。

租金回报率：投资逻辑瓦解的第一道证据

判断一个资产是否仍具备投资价值，
最终一定要回到一个最朴素、也最残酷的指标——**现金流**。

在当前中国的一线及核心二线城市：

- 年化租金回报率普遍只有 **1%–2%**
- 明显低于长期无风险收益
- 更无法覆盖真实的资金成本、维护成本与风险溢价

这意味着一个非常现实的结论：**即便房价停止下跌，仅从现金流角度看，中国住宅房地产也已经失去了“自我解释”的能力。**
它无法像一项成熟资产那样，通过自身产生的收益，来证明价格的合理性。

住宅形态的先天缺陷：公寓不是可长期持有的资产

这一点，在中国楼市讨论中，常常被严重低估。

中国住宅房地产的主体形态，并不是别墅或低密度住宅，而是**高密度公寓**。

这在上涨周期中，并不显得致命；但在下行周期中，却会成为持续贬值的结构性原因。

原因并不复杂：

- 公寓的居住密度极高
- 公共空间高度共享
- 产权分散，决策成本极高

一旦建筑进入老化阶段，**单个业主几乎不可能通过自主投入，完成真正意义上的整体翻新。**

别墅可以通过改造持续焕新，低密度住宅可以通过社区更新维持价值，而高密度公寓，一旦变旧，往往只能整体走向“功能性贬值”。

这意味着：
在缺乏持续资本性维护机制的情况下，公寓住宅并不是一种“越老越稀缺”的资产，而更像一种**随时间折旧的耐用品**。

这一点，本身就与长期投资逻辑存在根本冲突。

人口、收入与预期：需求端的同步转向

房地产之所以能成为长期资产，从来不是因为房子本身，而是因为其背后的人口与收入结构。

而在当前阶段，这三个关键变量正在同步发生变化：

- 人口流入的边际速度明显放缓
- 中产阶级收入增长不再线性
- 对未来的长期乐观预期显著下降

当居民开始重新评估“长期负债是否值得”，房地产最核心的需求基础，就已经发生改变。

这不是情绪问题，而是**结构性转折**。

房产税：悬而未落的利剑

还有一个因素，长期被选择性忽略，却始终悬在中国房地产市场之上——**房产税**。

目前，中国尚未全面推出真正意义上的房产税。但从国际经验、财政逻辑与地方政府现实情况来看，
这一税种被正式推出，几乎只是时间问题。

原因并不复杂：

- 地方政府传统土地财政模式难以为继
- 人口与土地红利同步减弱
- 稳定、可持续的税基需求日益迫切

在这样的背景下，持有型税负迟早会成为制度选项之一。

而房产税的影响，并不在于税率本身有多高，而在于它会**彻底改变房地产的持有成本结构**。

当一项资产开始持续产生不可回避的持有成本，而其现金流又无法覆盖这些成本时，投资逻辑就会从根本上被削弱。

正因为如此，房产税之所以被市场反复讨论，并不是因为它已经落地，而是因为它始终构成了一种**长期不确定性溢价**。

六、政策的角色：托底，而非重建信仰

一个常见的误判是：

“既然房地产如此重要，政策一定会把它重新托起来。”

这里必须清楚地区分两个概念：

- **托底**
- **重建投资逻辑**

政策确实可以通过：

- 降低首付
- 放松限购
- 提供流动性支持

来防止系统性风险发生。但它很难做到另一件事——
让居民重新相信，房地产仍然是一个长期、稳健、可持续增值的投资工具。

而一旦这种信仰消失，楼市的角色，就会发生根本变化。

七、从资产到居住品：这是最重要、也最不可逆的转变

站在周期视角看，中国住宅房地产正在完成一个关键转变：

从“资产”，逐步回归为“居住品”。

这并不是坏事，但它意味着：

- 价格不再承担财富增长的功能
- 投资需求持续收缩
- 市场逐步转向以自住、改善为主导

在这样的结构下，继续用“抄底思维”去看待中国住宅房地产，本身就是对周期的误读。

我的笔记

我在那段时间的笔记里写下这样一句话：

“不是所有下跌，都会带来机会。
有些下跌，只是在告诉你，这个资产，已经换了一种角色。”

中国住宅房地产，正处在这样的阶段。

（三）美国楼市：下行周期的前中段

如果说中国楼市的问题在于投资逻辑已经发生转变，那么美国楼市的问题，则更集中地体现在：价格已经开始调整，但支撑这一资产的长期逻辑，尚未完成重塑。

从周期角度看，这一过程才刚刚展开。

一、时间位置：美国住宅楼市仍处在下行周期的前中段

与中国相比，美住宅楼市进入下行的时间并不长。在快速加息背景下：

按揭利率大幅上行，购房月供显著抬升，实际购房能力被系统性压缩

真正意义上的趋势性调整，大约发生在 过去一年左右。

但必须强调的是：

在房地产这样一种超长周期资产中，

一年的下行，只能算是周期的起点，而非终点。

价格的回落，并不意味着逻辑已经走完，它往往只是再定价的第一步。

二、为何利率已经下行，却没有激活楼市？

这是当前美国楼市中，最具迷惑性、也最容易被误判的问题。在传统周期框架中，

利率下降 → 融资成本下降 → 房地产需求回暖，几乎是一条默认成立的传导路径。

但在这一轮周期中，这条路径明显失效了。原因并不在于利率不重要，而在于：

政策对利率的过度、频繁干预，已经扭曲了市场对利率的感知方式。

三、2020–2021：零利率已经“提前透支”了刺激效果

回顾过去五年，美国房地产市场经历了一个极端阶段：

2020–2021 年，市场几乎进入事实上的零利率环境。大量房东、投资者在这一阶段

锁定了 2%–3% 的长期固定利率贷款，这些低成本贷款，至今仍在发挥作用。

这意味着一个被严重低估的现实：

当前市场中的“存量房东”，并不是在用当下的利率做决策，而是在享受三四年前的超低融资成本。在这种结构下，小幅、阶段性的利率下行，对供给端几乎没有任何刺激作用。

四、要重新激活楼市，利率必须“持续下行”，而非“象征性下行”

房地产对利率的反应，并非线性。它不是：

利率降一点 → 成交就回暖一点

而是存在一个明显的阈值效应。

只要当前市场利率仍明显高于存量贷款利率，就会形成一种强烈的“冻结状态”：

房东不愿出售（放弃低利率）

买家不愿接盘（承担高利率）

因此，只有在以下条件同时出现时，

楼市的流动性才可能真正恢复：

利率持续下行

市场开始相信这种下行具有长期性

新利率逐步逼近存量贷款成本

而目前的利率变化，

无论幅度还是持续性，

都远未达到这一阶段。

五、快降快升，正在“钝化”市场对利率的敏感度

更深层的问题在于，过去几年的政策操作方式，本身正在削弱利率的信号功能。

在传统周期中：

利率变化缓慢，市场围绕利率形成稳定预期

而过去几年，美国经历的是：

利率快速下降，随后又快速上升，再进入高频、政策主导的微调阶段

结果是：

市场已经不再把利率变化，当作一个可信的长期信号。购房者、开发商和投资者，越来越倾向于认为：

今天的利率，很可能并不代表明年的利率。

在这种预期下，短期利率下行自然无法推动 20–30 年负债决策。

六、AI 的出现，正在短期内加速中产阶级的下沉

在利率之外，还有一个正在强化下行压力的重要变量——AI。

AI 的快速普及，在短期内并未立刻创造大量新增高收入岗位，却已，经带来了一个现实结果：

中产阶级的职业安全感下降了。白领岗位的可替代性上升。收入预期的不确定性增加。家庭资产负债表趋向保守。而住宅房地产，恰恰是一种：

高杠杆，长周期，高度依赖收入稳定性的资产

当中产阶级开始重新评估：“是否值得用未来二十年的收入押注一套房”时，住房需求本身，就会被系统性压制。

七、为什么“股市可以托，楼市不行”

理解美国楼市，还必须看清一个结构性差异：股市可以被少数资金托起来，楼市却不行。

原因并不复杂：

股市的边际定价，掌握在少数机构与大资金手中。楼市的边际成交，依赖大量普通家庭持续入场

当中产阶级的信心、收入与负债能力同时承压时，房地产就失去了“自上而下托举”的可能性。

政策可以稳定金融市场，却很难在全国范围内制造一轮新的住房牛市。

八、周期结论：美国住宅楼市仍未进入配置区间

综合时间、利率、政策干预与技术冲击四个维度，当前美国住宅房地产所处的位置非常清晰：

下行趋势尚未走完，利率传导机制被扭曲，中产阶级需求承压。这并不是一个适合提前下注的阶段。

并不是悲观，

而是对房地产这种超长周期资产的基本尊重。

（四）美国楼市的结构性机会：已大幅调整的商业地产风险机遇并存

在明确美国住宅楼市仍处在下行通道之后，一个自然的问题是：

美国楼市是否真的“整体没有机会”？

答案是否定的。
但前提是：**必须区分资产类型。**

在房地产这一大类中，住宅与商业地产，正处在**完全不同的周期位置上**。

一、一个最重要的前提：商业地产已经“先跌一步”

与住宅不同，美国商业地产的调整**已经持续多年**。

从 2022 年开始，在加息与经济放缓的双重作用下：

- 商业地产估值明显下修
- 交易量急剧萎缩
- 多数细分类型价格已出现 **大幅下行**

也正因为如此，商业地产当前面临的，不再是：

- “会不会开始下跌”，而是：
- **“是否已经进入周期中后段”**

这构成了与住宅地产的第一个关键差异。

二、为什么商业地产更像“利率资产”

理解商业地产，必须先放弃“房子”的直觉。在本质上，大多数商业地产并不是居住品，而是：

以长期现金流为核心定价基础的金融资产。

其价值主要取决于三个变量：

- 租约现金流的稳定性
- 租约期限与违约风险
- 折现率（即利率水平）

在这一框架下，商业地产的定价逻辑，与债券高度相似。

这也解释了为什么：

- 在加息周期中，商业地产率先承压
- 在降息周期中，商业地产往往也**率先修复**

三、住宅靠“人”，商业地产靠“合同”

这是理解结构性机会的核心分界线。

- **住宅地产**：
  依赖居民收入、信心与杠杆能力
- **商业地产**：
  依赖租约、现金流与融资结构

在当前周期中：

- 居民端承压明显
- 中产阶级信心修复缓慢

但与此同时：

- 许多商业地产仍然维持稳定租约
- 现金流并未同步崩塌
- 价格下跌主要来自**利率上行带来的折现冲击**

这意味着：

价格下行，先于基本面恶化。

四、并非所有商业地产都一样

需要特别强调的是：

“商业地产有机会”并不等于“所有商业地产都有机会”。

在当前阶段，分化极其明显。

真正值得关注的，往往具备以下特征：

- 现金流稳定、可预测
- 租约期限较长
- 与经济波动的相关性较低

典型代表包括：

- **Multifamily（多户住宅）**
- **NNN 商业地产（净租赁）**

而对经济高度敏感、或结构性被技术替代的类型，则仍需保持谨慎。

五、为什么“关注”比“下注”更重要

站在周期角度看，当前商业地产所处的位置，更接近于：

“可研究区间”，而非“进攻区间”。

原因在于：

- 利率下行趋势尚未完全确认
- 融资环境仍在修复中
- 交易市场的流动性尚未恢复

但与住宅不同的是：**商业地产已经完成了从“估值扩张”到“估值压缩”的转变。**

这使得它开始具备**向上对利率变化更敏感、而向下空间相对可控**的特征。

六、周期给出的指引：先顺序，而非点位

在商业地产上，周期并不鼓励：

- 抄底
- 猜最低价

而是提示一个更重要的顺序判断：

1. **先完成大幅调整**
2. **再等待利率方向确认**
3. **最后才谈配置节奏**

从这个顺序看，美国部分商业地产，已经完成了第一步，正在接近第二步。

一个承接判断

正因为商业地产开始体现出**“先于住宅完成调整、先于经济反应利率”的特征**，
它才成为当前美国楼市中**唯一值得持续跟踪的结构性方向**。

但是否真正转化为可配置资产，仍然取决于一个关键变量：

利率，是否进入持续而非政策性波动的下行阶段。

这也正是下一节需要进一步讨论的问题：
在利率周期真正转向之前，投资者应当如何“慢慢进入”，而不是“一次下注”。

（五）一个真实案例：当微观项目，误判了宏观周期

如果只停留在宏观层面，“商业地产出现结构性机会”很容易被误解为一句口号。

但周期真正的残酷之处在于：**它从不奖励项目本身，而是奖励理解周期的人。**

我想用一个自己亲历的案例，来说明这一点。

一、项目本身：几乎没有“操作层面”的问题

一年多以前，我作为合伙人之一，通过一家美元房地产贷款基金，向乔治亚州的一个 **40 unit 的 multifamily 项目**提供了一笔贷款。

从微观执行层面看，这个项目几乎无可挑剔：

- 收购价格合理
- 翻新按计划推进
- 招租顺利
- 目前已经 **100% 出租**

在运营层面，项目已经完全跑通。

更重要的是，它的 **Net Operating Income（NOI）接近 8%**，在当前环境下，这是一个非常不错的水平。

如果只看资产质量，这本应是一个健康、稳定的商业地产项目。

二、真正的问题，不在项目，而在“融资结构”

但问题恰恰出在：**项目的融资方式，与所处的宏观周期严重错配。**

这个项目的整体融资成本，接近 **13%**，
而项目拥有者的自有资金投入，仅仅 **70–80 万美元**。

这意味着什么？

这是一个典型的“高利率 + 高杠杆”结构，
而且完全押注在一个前提之上——利率会很快下降。

一旦这个前提无法兑现，时间，就会成为最大的敌人。

三、利息不是风险，而是“确定的消耗”

在很多人的认知中，风险来自价格波动。

但在这个项目里，真正不可逆的，是**利息的持续累积**。

- 项目即便满租
- 即便现金流为正
- 但在 13% 的融资成本下

利息的消耗速度，远远快于物业价值自然增长的速度。

除非出现两种情况之一：

1. **短期内完成 refinance，显著降低融资成本**
2. **物业在短期内大幅升值并顺利出售**

否则，这个项目迟早会被利息拖垮。

四、这不是“运气不好”，而是典型的周期误判

这个案例的本质，并不是项目失败，而是一个非常典型的周期错误：

把“宏观降息预期”，当成了“确定会发生的时间表”。

项目拥有者押注的是：

- 美联储会很快降息
- 资产价格会迅速修复
- 自己可以在利息真正压垮现金流之前完成退出

但正如前文所分析的：

- 利率的传导已经被政策频繁干预所扭曲
- 降息并不等于快速资产升值
- 房地产的修复，从来不是线性的

当宏观节奏慢于微观资金消耗速度时，
再好的项目，也可能被错误的融资结构压垮。

五、周期的另一面：同一资产，对不同人意义完全不同

但周期从来不是“非黑即白”。如果这个项目最终因为融资结构问题而被迫进入拍卖程序，对原拥有者来说，这是失败。

但对另一类投资者而言，它反而可能成为一个**极具吸引力的资产**。

原因并不复杂：

- 项目本身运营健康

- 现金流真实、稳定
- 租赁需求来自**中产阶级下沉后的刚性需求**

对于 **融资成本较低、不依赖短期降息叙事的投资者** 来说：

这是一个**以合理价格获取稳定现金流的机会，而不是一场押注利率拐点的赌博。**

六、这正是周期分化的真实样貌

这个案例，恰恰揭示了当前商业地产周期的真实状态：

- 资产本身未必糟糕
- 失败往往来自融资结构
- 周期惩罚的是“时间不够用的人”

而奖励的，则是：

资金成本低、耐心充足、
不急于证明自己判断正确的人。

房地产的机会，
不属于最乐观的人，
而属于最尊重周期的人。

在当前阶段：

- 中国住宅：不具备投资性
- 美国住宅：仍在调整途中
- 商业地产：开始出现结构性研究价值

而真正重要的，并不是“买不买”，而是：

你是否站在一个即便周期走得比预期更慢，也不会被时间拖垮的位置上。

未来篇

第一章：2026 年开启的未来周期特点

（一）被控制的小规模金融危机

今天，人们谈到“金融危机”，往往只看到痛苦，却忽略了它在历史中的功能性角色。

在二战结束到 2008 年金融危机之前，美国经济大体遵循着一种相对稳定的节奏：**扩张—过热—收缩—衰退—复苏**。

衰退并不罕见，几乎每十年左右就会出现一次。
但这些衰退通常持续时间不长，却承担了一个至关重要的任务——**出清**：

- 低效率企业退出市场
- 过度杠杆的结构被清理
- 资源重新流向更具生产力的部门

正是在这样的节奏中，美国中产阶级得以持续壮大。从二战后到上世纪七十年代初，典型美国家庭的收入增长速度，足以让一代人的生活水平实现实质性跃迁。

这也是为什么，巴菲特所经历的一生是价值投资的一生。

如果说金融危机是资本主义体系的“新陈代谢”，
那么**问题不在于会不会发生，而在于从哪里开始发生、以什么方式发生。**

为什么最先出问题的，很可能是欧洲

在当前这一轮全球债务周期中，**欧洲是结构最脆弱、政策空间最狭窄的区域**。

这并不是因为欧洲“更激进”，恰恰相反——
而是因为它**既缺乏增长弹性，又缺乏制度上的自我修复能力**。

欧洲的问题集中体现在三点：

第一，主权货币缺位，却承担了主权国家的债务结构。

欧元区国家名义上共享货币，却无法单独掌控货币政策；财政却依然是“各自为政”的国家财政。这意味着：

- 一旦出现衰退，单一国家无法通过货币贬值缓冲冲击
- 财政刺激又受到欧盟规则与债务上限的长期约束

第二，人口结构老化 + 福利刚性，使财政支出高度“锁死”。

欧洲的财政问题，并不是“不愿改革”，而是**很难改革**：

- 福利支出具有强政治黏性
- 劳动力供给持续下降
- 新增长部门缺乏足够规模

结果是：

债务在上升，增长却无法跟上。

第三，欧洲在全球产业链中的位置正在被边缘化。

在中美两大经济体强化本土制造、科技与金融主权的背景下，欧洲越来越像一个**“高成本、低增长、低战略优先级”的区域**。

当系统需要“选择性出清”时，欧洲天然处在**最不被保护的位置**。

危机的第一阶段：欧洲金融体系率先承压

真正的危机，很可能不是从股市暴跌开始，而是从**债市与银行体系的微裂纹**出现。

典型路径可能是：

- 某些欧洲国家国债利差持续走阔
- 银行持有的本国国债估值下滑
- 银行资本充足率承压，信贷进一步收缩
- 实体经济放缓 → 财政收入下降 → 债务可持续性恶化

这是一个**典型的“慢性恶化—政策延迟—信心崩塌”过程**，而非 2008 年那种突发式金融踩踏。

欧洲的问题在于：它**既不敢彻底出清，又缺乏无限兜底的能力**。

第二阶段：全球风险偏好下降，外溢效应出现

当欧洲开始显性承压时，
全球市场并不会立刻进入全面危机，
而是出现一种更隐蔽、但更持久的变化——

风险偏好系统性下降。

这将带来几个连锁反应：

- 资金从高负债、高波动地区撤离
- 新兴市场融资成本上升
- 高估值资产回调，但并非崩盘
- 全球贸易与投资意愿同步降温

这是一个“**金融条件变紧，却不至于崩溃**”的阶段。

美国：被波及，但仍是“最后的缓冲器”

美国当然无法独善其身，但它在这一轮周期中的位置，**明显不同于欧洲**。

原因并不复杂:

- 拥有完整的货币主权
- 金融市场深度与流动性全球最强
- 仍是全球主要避险资产的定价中心

当欧洲承压时，**美元与美债反而可能阶段性受益于避险需求**。

但问题在于:
美国自身的债务规模已经极高，财政刺激的边际效果持续下降。

这意味着美国的应对方式将是：延缓出清，而非避免出清。

美国可以把问题**往后推**，却很难彻底解决。

中国：外需承压，但系统性风险相对可控

中国同样会受到外部冲击:

- 出口需求放缓
- 全球资本流动趋紧
- 部分行业承压

但中国的优势在于:

- 债务主要集中在国内
- 银行体系以国有为主，稳定性强
- 政策协调能力高于多数经济体

更重要的是，中国当前面临的是**结构调整压力，而非金融体系失控风险**。

换句话说：

中国的问题更像“换发动机”，而不是“飞机解体”。

最终的临界点：当“拖延”不再被接受

真正决定这一轮周期走向的，并不是某一次刺激政策，
而是一个更微妙的转折点——

市场与政治体系，是否还愿意继续维持“不死不活”的状态。

债务不会立刻引爆危机。
各国仍有能力通过展期、通胀、监管与政策协调维持表面稳定。

但债务已经从“增长杠杆”，转变为“系统约束”。

系统可以变慢，却越来越难被允许快速出清。

直到某个时刻——无论是选举、更替，还是政策信誉的耗尽，**维持现状的意愿本身开始崩塌。**

从这个意义上看，2026 年之后的危机，并不是一次突如其来的事故，而更像一次被反复拖延、被迫启动的**被动出清过程**。

在美国，这个时间窗口，很可能出现在 **2025 年中期选举之后**。

在选举之前，稳定市场、维持资产价格，仍然具有明确的政治优先级；
但一旦选举结束，**对股市的“托底意愿”将明显下降。**

这并不意味着系统性崩塌，却意味着一个重要转变：

股市可能被允许出现一定幅度的下跌，作为对过去几年风险累积的阶段性了结。

这种下跌，不再被视为“失败”，而更像一次被默许、被管理的出清过程。

它的目的并不是摧毁市场，而是为下一阶段重新定价、重新分配风险空间。

在这一过程中，美国市场仍将是全球体系中**最后被出清、但不会被完全豁免的部分**。

与此同时，中国资本市场也将进入一个新的节点。

A 股在过去两年所经历的反弹，本质上是对前期过度悲观预期的修复，也是在全球流动性尚未真正收紧背景下的一次阶段性回升。

但随着外部环境变化、全球风险偏好下降，以及内部结构性调整的推进，

这一轮持续约两年的反弹周期，也大概率在同期告一段落。

这并不意味着新的系统性下跌，而是意味着市场重新回到更强调基本面、结构与节奏的阶段。

从这个角度看，2025 年中期选举之后，并不是危机全面爆发的起点，而是**全球市场逐步允许出清、结束拖延的分界线**。

这一刻，不是恐慌的开始，而是长期被推迟的周期，终于被允许继续向前运行。

（二）价值投资失效，波段性操作成为主流

目前就未来十年作出精确预测，既不现实，也没有必要。
但在当前的债务结构与政策环境下，我们几乎可以确定的是——**2026 年之后，股市的运行逻辑已经发生了根本性改变。**

1. 股市：系统性大牛市难以再现

在高估值、重负债、强政策干预并存的背景下，股市已经失去了持续、顺畅上行的基础。

系统性的大牛市之所以难以出现，原因并不复杂：

- 估值不低，透支了未来回报
- 债务偏高，压缩了增长弹性
- 政策随时介入，削弱了趋势延续性

结果是一个高度典型、却与过去完全不同的市场形态：

- **每一次上涨，都会迅速面临兑现压力**
- **而每一次下跌，又往往在关键位置被托住**

这不是市场“无序”，而是一个被高度管理、被反复校正的系统。

因此，2026 年之后的股市，更可能长期运行在**区间震荡**之中：

- 指数空间受限
- 波动频繁
- **Alpha 明显重于 Beta**

赚钱不再来自“判断长期方向”，而来自**节奏、结构与执行能力**。

---

2. 价值投资为何失效：不是方法问题，而是时代问题

传统价值投资之所以有效，并不是因为“便宜的资产一定会涨”，而是因为它所依赖的三个前提长期成立：

- 经济长期扩张
- 中产阶级持续壮大

- 企业利润能够随时间自然增长

而这三个前提，在当前周期中，正在**同时瓦解**。

首先，长期投资正在失效。
当宏观环境决定了指数难以形成长期单边趋势时，“买入并持有”本身就失去了时间优势。

其次，中产阶级正在持续缩水。而价值投资，本质上是一种**建立在中产阶级扩张之上的投资范式**：稳定的收入、持续的消费、长期的资本积累。

当中产阶级不再扩张，当财富更多向少数头部集中，市场的定价逻辑自然发生改变。因此，并不是价值投资“错了”，而是**它所依赖的社会结构不再存在**。

---

3. 黄金：在债务约束下被重新确认的资产

在债务约束不断加重的环境中，黄金的逻辑正在被重新确认。黄金并非因为通胀而上涨，而是因为**货币体系本身承载的信用压力不断积累**。

当宽松无法创造新增增长，只能用于延缓风险、维持稳定时，黄金承担的就不再是交易工具的角色，而是一种**制度对冲与长期信任定价**。

因此，黄金的上涨往往具备两个特征：

- 并不线性
- 常常发生在政策边际变化、
  或债务问题被重新认识的阶段

它不是情绪资产，而是对**制度耐久性的投票**。

---

4. 白银：高波动、阶段性，而非趋势资产

白银处在一个更复杂的位置。它既具备货币属性，又深度嵌入工业体系。

在经济缺乏强劲扩张的前提下，白银更接近一种**高波动、事件驱动的资产**：

- 上涨往往剧烈
- 回调同样迅速
- 更适合阶段性操作，而非长期配置

它的机会，更多来自错配与情绪，而不是宏观趋势的自然展开。

大宗商品：全面行情难再，结构性机会仍在

整体来看，大宗商品并不具备长期普涨的基础。需求端缺乏持续扩张，而供给端却频繁受到地缘政治、产业政策的扰动。因此，真正的机会不在“商品整体”，而在**战略性品种**：

- 与能源安全高度相关的资源
- 与关键产业链深度绑定、替代性低的原材料
- 供给高度集中、政策敏感度极高的品类

商品市场的机会，更像是**结构失衡与事件驱动的结果**，而非宏观周期的自然演进。

AI：改变结构，但难以逆转周期

AI 是这一轮周期中最重要的新变量之一。它显著提高了局部效率，却难以在短期内对冲债务周期本身的约束。

现实中的 AI，更可能带来三种深远影响：

- 进一步提升头部企业的效率与集中度

- 压缩中低端岗位与传统增长路径
- 加速资本市场的结构分化

AI 改变的是**市场的形态与节奏**，而不是周期本身的方向。它强化胜者，却无法消除系统性的约束。

投资建议：从押方向，转向管理约束

在 2026 年开始的周期环境中，投资不再是“押方向”的游戏，而是**管理约束的艺术**。

第一，重视不同国家之间的利率周期差异。
尽量用低利率融资，替代高利率融资。利率本身，正在成为重要的竞争力来源。

第二，专业的事情交给专业的人。
在我的实践中：

- A 股继续依赖头部量化机构获取 Alpha
- 美股则通过阿伟的高抛低吸模型，
  在震荡中获取超额收益

第三，配置黄金。
这不是对市场的妥协，而是对周期形态变化的尊重。

结语

2026 年之后，世界不会立刻崩塌，却也很难再回到过去那种“轻松增长”的年代。

这是一个：宽松仍在、效果递减、结构主导、专业取胜的周期。

理解这一点，比判断牛熊更重要。当长期投资失效，价值投资自然失效；
而当中产阶级持续缩水，这一趋势也就不再是暂时现象，而是一个**时代性转折**。

（三）未来突围的核心：如何让技术红利为大多数人所拥有

未来真正的突围路径，并不在于再一次押注某种“万能技术”，而在于**新型生产关系的建立**。

20 世纪 70 年代，美国也曾面临的一套结构性危机：

- 滞胀（高通胀 + 低增长）
- 工会过强、劳动僵化
- 企业投资意愿低
- 国家财政与福利体系臃肿

当时，里根总统领导了一次生产关系“去管制化”：解放资本、压缩劳动议价、放松监管、激活企业家精神

结果是极其成功的：

- 80s–90s：生产率回升
- 美国赢得冷战
- 金融与科技创新爆发
- 中产在一段时间内仍在扩张

但里根经济学隐含三个**当年成立、今天崩塌**的前提：

劳动仍是生产主体

但今天：AI、自动化、平台化 → **劳动被替代、被碎片化**。中产岗位消失速度 > 新岗位生成速度

资本扩张会自动创造需求

但今天：财富高度集中，边际消费倾向下降，资本只能流向金融资产，形成泡沫

市场竞争能自我修复

但今天：垄断来自网络效应与数据壁垒，“大而不倒”成为常态，反垄断逻辑失效。这些导致了金融化泛滥、财富极化及 制造业空心化。**美国的问题，是一套 1980 年代生产关系，被强行运行在 2020 年代生产力条件下。**

接下来，生产力还能否继续进步，讲取决于生产关系能否有效调整。新的生产关系只能以以下为目标:

让 AI 时代的新增生产力，不必依赖扩大就业也能形成可持续的有效需求与社会稳定。

那么，它就必须遵循以下设计原则

1. **从“资本回报优先”到“生产力红利的制度化分配”**
2. **从“风险个人化”到“风险的社会化/平台化承接”**
3. **从“企业金融化”到“企业—社会契约化”**（拿到市场与技术红利，就要承担分配义务）
4. **从“资本自由退出”到“关键要素回流公共治理”**（数据、模型、算力等）
5. **从“弱反垄断”到“对数字垄断与 AI 垄断的强约束”**

到目前还看不住这种苗头。这就是为什么很可能产生一章危机才能倒逼此类改革的原因。

技术术红利的问题，从来不是“有没有”，而是“归谁”

在过去四十年中，技术进步从未停止：

- 信息技术极大压缩了交易成本
- 自动化持续替代中低技能劳动
- 数字平台创造了前所未有的规模效应

但一个被反复忽视的事实是：**技术红利正在系统性地脱离分配体系。**

在传统工业时代，技术提升往往通过三条路径扩散：

- 工资提升
- 就业扩张
- 税基扩大

而在高度数字化、平台化与资本密集的结构下：

- 工资对技术进步的敏感度显著下降
- 就业不再与产出同步增长
- 税基被跨国结构与资本工具不断侵蚀

这意味着，即便技术仍在进步，**社会大多数人却无法通过既有制度“接住”这些红利。**

二、当自动化成为常态，“参与”本身需要被重新定义

AI 与机器人并不只是“效率工具”，它们正在改变一个更底层的问题——

谁被视为生产过程中的“参与者”？

在高度自动化条件下：

- 人不再是必要的生产要素
- 边际劳动价值趋近于零
- “无用人口”不再是道德判断，而是结构性结果

这使得传统的三种逻辑同时失效：

- **以劳动换取收入**
- **以就业换取尊严**
- **以增长换取稳定**

如果“参与”仍然只通过就业来定义，那么系统将不可避免地产生大规模排斥与不稳定。因此，新的生产关系必须回答一个回避已久的问题：

在不参与直接生产的情况下，人是否仍被视为系统的有效成员？

三、真正困难的，不是改革意愿，而是“稳定性约束”

历史上，生产关系的重大变革，往往通过剧烈方式完成：

- 革命
- 战争
- 货币重置
- 制度崩塌

但在高度金融化、全球化、债务化的当代体系中：

- 系统高度耦合
- 杠杆层层叠加

- 信心成为最脆弱的变量

这意味着：**任何剧烈的结构调整，都可能先于改革本身，引发系统性失稳。**

因此，新时代的生产关系重建，必须在一个几乎矛盾的约束下完成：

- **既要调整结构**
- **又不能摧毁稳定**

这也是为什么“简单的再分配”“激进的制度替代”“全面技术托底”都难以落地——它们要么不可持续，要么不可承受。

四、新型生产关系可能呈现的形态（而非标准答案）

在这一前提下，新的生产关系不太可能是单一制度，而更像一组**结构性组合**：

- **新的收入分配机制**
  使技术红利不再只停留在资本与平台层面
- **新的资本—劳动关系**
  劳动不再仅以时间出售，而以参与、数据、协作等方式嵌入系统
- **新的社会保障与参与模式**
  将“生存权”与“就业状态”部分脱钩
- **新的产权与数据权利结构**
  重新界定个人、平台与公共体系之间的权利边界

这些形态可能因国家、文化与阶段不同而差异巨大，
但它们指向同一个核心方向。

（四）AI 会不会制造“虚假繁荣”

历史上，每一次重大技术突破，都会被赋予一个相似的叙事：**它将打开新的增长空间，修复旧有问题，并开启一个更长、更稳的繁荣周期。**

AI 也不例外。但问题在于，**技术进步与宏观繁荣，从来不是一回事。**

一、什么是“虚假繁荣”?

所谓“虚假繁荣”，并不是指技术没有价值，而是指**资产价格、投资预期与真实经济承载能力之间的错位**。

它通常具备几个典型特征：

- 技术进步真实存在
- 局部利润快速集中
- 资本回报高度前置
- 但整体需求与收入结构并未同步改善

结果是：**少数资产繁荣，多数主体承压。**从统计意义上看，经济“看起来很好”，但从体感上看，大多数人并没有变得更轻松。

二、为什么更容易制造这种错觉?

AI 特别容易制造“虚假繁荣”，原因并不在技术本身，而在于它与当前宏观环境的高度耦合。

首先，AI 提升的是效率，而不是需求。
它可以降低成本、压缩人力、提高利润率，但并不会自动创造新的终端消费能力。

当中产阶级已经开始缩水，效率提升反而可能带来一个悖论：供给更强，但需求更弱。

其次，AI 的收益分配高度集中。

与以往技术扩散不同，AI 对数据、算力、资本和平台的依赖，使其天然偏向头部集中。这意味着：

- 利润集中于极少数公司
- 股价与指数被头部拉高
- 但就业与收入改善有限

最后，AI 的资本回报被大幅前置。在高流动性与强叙事的推动下，市场往往在**现金流出现之前，就完成了估值定价**。

这就使得“繁荣”发生在报表之前，而回调发生在现实之后。

三、为什么这轮“繁荣”在 2026 年以后难以扩散为系统性牛市？

系统性牛市，依赖的从来不是“技术突破”，而是三个条件的同时成立：

- 大规模新增需求
- 可持续的信用扩张
- 广泛的收入改善

而在 2026 年之后的环境中，这三点都不具备。

债务约束之下，信用扩张更多用于**维持稳定**，而非创造增量；AI 带来的效率提升，又进一步压缩了对中低端劳动力的需求。

结果是：**指数可能上涨，但广义财富并不扩散。**这正是“虚假繁荣”的核心特征。

四、**历史并非第一次给出答案**

类似的场景，并非第一次出现。

- 1920 年代的电气化
- 1990 年代的互联网
- 2010 年代的移动互联网

每一次技术革命，都伴随着**资产价格先行、现实随后修正**的过程。真正的长期繁荣，往往出现在**泡沫破裂之后，技术开始被理性使用的阶段**。

AI 也不会例外。

对投资者而言，真正的风险在哪里？

当前最大的风险，并不是错过 AI，而是**把 AI 当成可以忽略周期的理由**。

一旦市场将“技术进步”误读为“可以无视债务、估值与结构约束”，虚假繁荣就已经形成。而当预期开始修正时，回调往往并不温和。

（五）AI 会改变目前周期运行的形态但并不终结周期

回顾历史，几乎每一轮周期的末端，都会伴随一次重大的技术突破。但历史同样反复证明：
技术越先进，周期并不会因此消失，反而往往在技术叙事最盛时爆发。

一、2008 年的教训：互联网最成熟的阶段，恰恰孕育了危机

2008 年金融危机的一个常被忽视的事实是：它并不是发生在“技术停滞期”，而是发生在**互联网已经被深度应用的阶段**。

在危机爆发之前：

- 全球金融系统已经高度信息化
- 交易、清算、风控大量依赖 IT 系统
- 金融创新高度活跃，资产证券化、衍生品遍布全球

- 信息传播速度前所未有

从“技术条件”看，那是一个**效率空前、信息高度透明的时代**。

但正是在这样的背景下，系统性风险并没有被消除，反而被**放大、隐藏、叠加**。

原因在于：
互联网极大提升了**金融工具的流转效率**，却并没有改变**风险最终由谁承担、如何分配**这一结构性问题。

技术让：

- 杠杆扩张得更快
- 风险转移得更远
- 责任变得更模糊

但它并没有解决：**债务是否可持续、收入是否匹配、信用是否被滥用**。

结果是：
生产力层面的进步，反而掩盖了生产关系层面的失衡。

2008 年的危机，本质上不是“技术失败”，而是**技术被用来延缓结构性调整的失败**。

二、当下更深层的问题：生产关系正在系统性阻碍生产力

如果说 2008 年的问题是“技术进步被金融结构扭曲”，那么今天的问题更进一步——

现有的生产关系，正在整体性地阻碍生产力的发展。

这一阻碍，集中体现在几个方面：

- 财富与资本回报高度集中

- 劳动收入占比持续下降
- 中产阶级萎缩，需求端被压缩
- 高债务体系依赖“旧分配结构”维持稳定

在这样的结构下，即便技术继续进步，新增生产力也**难以转化为有效需求**。

三、为什么“革命式生产关系变革”在新时代不再可行

在历史上，当生产关系严重制约生产力时，人类往往通过**激烈、断裂式的变革**完成调整：

- 政治革命
- 制度重构
- 大规模社会动员

但在今天，这条路径正变得越来越不可行。原因并不在于问题不够严重，而在于**系统复杂度已经远超以往**：

- 全球高度互联，任何激进断裂都会迅速外溢
- 高度金融化，使“失控成本”极高
- 核心国家拥有强大的技术与治理工具，用以维稳
- 社会对剧烈不确定性的容忍度显著下降

结果是：**旧的生产关系难以被彻底推翻，新的生产关系又迟迟无法建立。**

四、AI 与机器人的悖论：它们反而削弱了人的生产角色

在这个背景下，AI 与机器人带来了一个更深刻的悖论。从技术角度看，它们显著提升了效率；但从结构角度看，它们却可能：

- 替代而非增强人类劳动
- 压低劳动在价值创造中的比重
- 进一步削弱普通个体在生产体系中的谈判能力

这意味着，AI 并不像工业革命时期的机器那样**扩展了人的能力**，而更像是在**降低人对生产过程的必要性**。当人的角色被边缘化，传统意义上的“通过提高生产力改善分配”这一路径，反而变得更加困难。

五、AI 无法终结周期，只会改变周期的形态

AI 能否带领资本市场走出周期？这个问题，本身就建立在一个错误假设之上——仿佛周期是因为技术不足而产生的。

事实上，周期从来是社会问题，而不是技术问题。

AI 可能做到的，是：

- 延缓部分企业的衰退
- 提高头部公司的盈利能力
- 延长资本市场对未来的想象

但它无法解决：

- 中产阶级系统性下沉
- 消费能力长期受压
- 社会张力与分配矛盾上升

因此，AI 更可能带来的，不是一个新的上升周期，而是一种新的周期形态：

指数可能维持高位，财富更加集中，波动更加频繁，系统对少数节点的依赖不断加深。

这不是周期的消失，而是周期在被钝化、被拉长、被推迟之后的再呈现。

真正的变量，不是 AI，而是制度

如果一定要为 AI 在这个时代的角色下一个定义，我会说：

AI 不是新周期的起点，也不是旧周期的终点，它是一面放大镜。

它放大了效率，也放大了垄断；放大了想象，也放大了分配失衡。

真正决定未来十年走向的，不是 AI 能做到什么，而是社会是否愿意、是否能够为这样一种技术重构制度与分配体系。

如果不能，那么 AI 越成功，这个世界对多数人的压力，反而会越大。

第二章 美国资产：被托底的震荡

如果只看指数，美国似乎仍然是这个世界上最稳定、最值得信任的资本市场。

每一次回调，都有人托底；每一次风险，都被政策化解；每一次质疑，最终都被“创新”“长期主义”与“美国例外论”覆盖。

但正因为如此，美国资产已经进入一个前所未有的阶段：

不是繁荣，也不是崩溃，而是被强行维持。

（一）震荡不是市场噪音，而是一种被制度锁定的状态

当下美国市场的震荡，并不是方向不明，而是一种被制度主动选择、并被全球博弈不断强化的稳定形态。

在债务规模空前、财政赤字长期化、社会分裂结构性加剧的背景下，美国已经无法承受一次真正意义上的系统性资产下跌。而在**去全球化与大国博弈并行的现实环境中**，这种约束被进一步放大。

一、去全球化博弈下的“相对稳定”，是一种战略选择

在今天的全球体系中，出现了一个看似矛盾、但真实存在的状态：

- **全球化正在退潮**
- **地缘政治博弈显性化**
- **但资本仍然保持相对自由的跨国流动**

正是这一组合，决定了美国**只能选择维稳，而不能主动出清**。

原因在于：在资本仍可跨境流动的前提下，**系统性资产下跌不再是国内问题，而是国际竞争问题**。

如果美国率先出现深度资产崩溃，将直接导致：

- 全球资本外流
- 美元资产信用受损
- 金融霸权被结构性削弱

因此，美国的最优策略，并不是率先完成“痛苦但健康的出清”，而是：

尽可能维持自身稳定，等待其他经济体在压力下先行失衡。

这并非道德判断，而是博弈逻辑。

但问题在于：所有主要经济体，都会得出同一个结论

这也是当下全球体系最危险、也最僵化的地方：

- **美国不愿先崩**
- **中国不愿先崩**
- **欧洲、日本、新兴市场同样不愿先崩**

结果便是：**全球同时进入“维稳优先”的策略区间。**

而当所有国家都试图“把风险往后拖、往外推”，跨国资本流动就会从“效率工具”，逐步转变为“不稳定源”。

这也解释了一个正在发生、但尚未完全显性化的趋势：

资本仍在流动，但限制正在不断增加。

- 资本项目审查加强
- 产业与金融安全审查泛化
- 投资目的与国家属性被重新审视

这意味着，未来的资本流动将：

- **更慢**
- **更贵**
- **更具政治属性**

而非回到过去那种“中性、自由、只讲收益”的状态。

二、AI 的出现，使“托底”在技术上变得更可叙事

如果说制度与博弈决定了“不能下跌”，那么 **AI 的出现，则为“为什么可以继续托底”提供了一个极其重要的叙事支撑。**

与以往不同的是，这一次的技术进步并非完全虚构：

- AI 确实显著提高了生产效率
- 自动化确实压缩了边际成本
- 数据与算法正在重塑大量行业结构

这使得政策层面可以合理地宣称：**“我们不是在用金融手段硬撑旧体系，而是在为新生产力争取时间。”**

在这一叙事下：

- 高估值可以被解释为“对未来效率的提前定价”
- 财政扩张可以被解释为“对技术转型的必要投资”
- 市场震荡可以被解释为“新旧结构切换期的自然摩擦”

换言之：**AI 并没有解决结构问题，但它极大提高了“延缓结构问题”的可信度。**

这也是为什么：震荡可以持续，但出清被不断推迟

在“博弈 + AI”的双重约束下，市场行为呈现出高度一致的模式：

- **跌得太多**
  → 政策迅速介入，避免信心崩塌
- **涨得太快**
  → 利率、监管、叙事降温，防止失控
- **真正的结构出清**
  → 被拆解、被分期、被时间稀释

震荡，成为一种：

- 维持国内稳定
- 应对国际竞争
- 等待技术兑现
  的**综合最优解**。

三、结论：这是一个“所有人都在等别人先出问题”的时代

因此，当前市场的横向震荡，并不是犹豫、错误或政策失能，
而是一个在全球博弈、制度约束与技术叙事共同作用下形成的**锁定状态**。

- 没有国家愿意率先完成出清
- 没有市场被允许彻底失控
- 没有资产可以长期单边上涨

在这样的体系中：

震荡不是过渡期，而是新常态本身。

而真正的风险，并不在于震荡持续多久，
而在于：
当资本流动受限、技术红利无法兑现、政治耐心耗尽之时，
这一“最优解”是否仍然成立。

（二）未来一到两年美股可能走势

判断未来一到两年美股的运行路径，已经不能再依赖单一的经济指标或估值模型，而必须放入一个更现实的分析框架之中——

政治周期 × 制度约束 × 延期的金融周期

在这一框架下，美股并非“方向不明”，而是正沿着一条高度可预测、却被刻意延缓的路径演化。

一、选举前：震荡不是犹豫，而是被选择的稳定形态

下一次美国中期选举，将于 **2026 年 11 月 3 日** 举行。在此之前，资产价格已经不再只是市场变量，而是**政治稳定与社会预期管理的关键工具**。

在当前背景下：

- 债务规模处于历史高位
- 财政赤字长期化、刚性化
- 中产阶级高度金融化
- 社会分裂使负财富效应的政治后果被显著放大

这共同构成了一个明确约束：**在关键政治周期之前，系统性金融风险是不可接受的。**

因此，政策层面的真实目标，并非完成周期性出清，而是**避免任何可能触发信心塌陷的连续下跌**。

在这一约束下，美股自然呈现出一种高度一致的运行模式：

- **跌得太多**
  → 流动性、政策预期与叙事迅速介入
- **涨得太快**
  → 利率预期、监管信号与风险提示同步降温
- **真正的出清**
  → 被不断拆分、稀释、延后

这并不是市场失效，
而是一种在当前制度条件下反复验证过的**最优均衡**。

因此，我给出第一个明确判断：

当前这种“高位震荡 + 政策托底”的市场结构，将至少维持到 2026 年 11 月中期选举结束。

二、震荡中的新高：政治维稳，而非趋势反转

需要特别指出的是：
震荡并不意味着指数无法创新高。

恰恰相反，在以下条件仍然成立的情况下：

- 指数高度集中于少数权重股
- AI 叙事尚未被彻底证伪
- 流动性仍具备结构性调配空间

震荡区间内出现阶段性新高，反而是大概率事件。

但这种新高，将呈现出非常鲜明的特征：

- 主要由叙事推动，而非盈利全面改善
- 依赖权重结构，而非市场广度
- 幅度有限、持续时间短
- 很快遭遇系统性抛压

它更像是一次次**“政治维稳式冲高”**，而不是新一轮长期牛市的起点。

换句话说：

这是用指数表现换取时间，而不是用趋势开启未来。

三、选举之后：被推迟的周期，终将要求结算

周期可以被延后，但不能被消灭。

当 **2026 年 11 月 3 日** 中期选举结束，政治对资产价格的直接约束将阶段性解除，此前被压抑、被掩盖、被拆分处理的结构性问题，才会重新进入市场定价。

在那个时间点，美股将同时面临几重现实约束：

- 估值已处于高位区间
- 盈利增速难以匹配长期预期
- 财政与货币政策空间被明显压缩
- 社会对波动的容忍度在选举后显著下降

这意味着，市场将不得不完成一次**迟到的、但不可避免的调整。**

基于当前条件，我给出一个清晰、直接、可验证的判断区间：

中期选举之后，美股存在一次 20%–30% 级别调整的高度可能性。

这并不会是一次类似 2008 年的系统性金融崩溃，
而更像是一场：

- 被长期推迟
- 被政策反复稀释
- 最终集中释放

的**估值修正型“小型金融危机”**。

四、结论：这是一个“用时间换稳定”的市场

综合来看，未来一到两年美股的核心逻辑，并非判断多空方向，而是理解一个被制度锁定的演变路径：

- **选举前**：
  高位震荡 + 政策托底 + 阶段性新高
- **选举后**：
  政治约束解除 + 周期重新定价 + 集中式调整

时间被拖得越久，调整到来时的情绪冲击就越集中。

这不是悲观判断，而是对**政治、制度与金融周期同时作用**下的现实推演。

（三）马斯克式“工作消亡论”：技术想象，还是利益叙事？

近期，**埃隆·马斯克**多次公开表示：随着 AI 与机器人被大规模推广，
人类社会将进入一个“工作变为可选、金钱逐渐失去意义”的阶段。

这一判断乍看之下极具吸引力——
它承诺了技术进步的终极回报：**无需劳动即可富足的未来。**

但如果将这一判断放入现实的制度、分配与激励结构中审视，它更像是一种**高度理想化、却缺乏制度支撑的技术乌托邦叙事**。

一、这是“技术结论”，还是“立场叙事”？

首先需要澄清的是：马斯克并不是一个中立的技术观察者。

他的个人财富、企业估值与社会影响力，高度绑定在以下三个前提之上：

- AI 将持续指数级进步
- AI 将重塑所有产业
- 率先占据 AI 与机器人入口的企业，拥有长期垄断性价值

在这样的背景下，“AI 终将让人类无需工作”的叙事，并不仅是对未来的预测，
同时也是一种为当下估值、资本投入与政策容忍度服务的叙事。

换句话说，这并不是“AI 是否能提高生产力”的问题，而是：

当技术承诺被无限放大时，谁在当下获得信心、资本与定价权？

从这个角度看，马斯克的判断天然带有“屁股决定脑袋”的结构性偏向。

二、他回避了最关键的问题：分配机制如何改变？

即便我们承认一个前提：AI 与机器人确实可以在技术上实现“极高生产力”。

这也**并不自动推出**以下结论：普通人将因此自然富裕。

原因很简单：
生产力 ≠ 分配结果。

历史上所有技术革命都反复证明：

- 技术提升的是“总量能力”
- 制度决定的是“分配路径”

如果分配机制不发生根本变化，那么：

- 技术红利将继续向资本、平台与所有权集中
- 自动化将削弱而非强化劳动议价能力
- 大多数人并不会因为“社会更高效”而获得更高收入

而在马斯克的论述中，我们几乎看不到对以下问题的回答：

- AI 产生的剩余由谁所有？
- 自动化替代劳动后，收入从何而来？
- 非生产性人群如何获得持续、稳定、非施舍性的参与资格？

他谈的是技术终点，却回避了制度路径。

三、现实已经给出反证：既得利益结构不可撼动

更具讽刺意味的是，马斯克本人并非没有尝试“制度层面的改变”。

他曾参与所谓的“政府效率改革”“削减冗余”等公共治理议题，但结果并不理想，最终也未能对既有行政与利益结构形成实质性冲击。

这恰恰说明了一个他自己无法回避的现实：

在现有政治与利益结构下，分配机制的调整，远比技术突破困难得多。

如果连有限的行政效率改革都难以推进，那么凭什么相信：

- 当 AI 带来巨额剩余时
- 既得利益集团会主动放弃占有权
- 并将其转化为“全民无需工作”的社会红利？

这一逻辑，在现实中几乎没有先例。

四、最核心的自我矛盾：如果金钱失去意义，他为何如此在意？

马斯克言论中最难回避的矛盾在于：**如果金钱与工作即将失去意义，那么他本人对高额激励与奖金的执着，又意味着什么？**

现实是：

- 他高度关注企业市值
- 他极力争取个人回报与控制权
- 他并未以“金钱无意义”为由，放弃任何经济利益

这并不是道德指责，而是一个**行为与言论之间的结构性冲突**。

如果连站在技术最前沿、最有可能率先“脱离金钱约束”的人，都仍然需要通过金钱来确认权力、地位与安全感，
那么要求普通人相信：

“你很快就可以不为金钱而工作”

本身就缺乏现实可信度。

五、真正的问题不在于 AI，而在于“谁承担过渡成本”

因此，马斯克的判断并非完全错误，但它**跳过了最困难、也最关键的一段路**：

- 从技术可行
- 到制度可行
- 再到社会可承受

在这一过程中，真正的问题是：

在生产关系尚未重构之前，谁来承担自动化过渡期的成本？

- 被替代的劳动者
- 被压缩的中产
- 还是被延迟兑现的未来承诺？

如果这一问题无法回答，那么“工作变为可选”，就只能停留在**技术精英的想象中**，无法成为多数人的现实。

（四）黄金白银与数字资产：对“被延后结算”的不同命运

在美国资产被政治时间表锁定、结算被系统性延后的前提下，不同“非主流资产”对这一环境的回应，并不相同。

表面上看，黄金与数字资产都被视为“对冲现行体系风险”的工具，但在真实的制度博弈中，它们正走向**完全不同的方向**。

一、黄金白银：延后结算时代的“唯一受益资产”

黄金白银的强势，并不是来自某种增长逻辑，而是来自它在全球体系中的**特殊制度地位**。

它不依赖任何一国信用，不需要被某个体系“承认”，也不需要讲述未来故事。

它只需要一个前提：

对制度、财政与货币纪律的长期信任正在被持续稀释。

而这一前提，并非假设，而是正在发生的现实：

- 财政赤字常态化、不可逆
- 货币纪律被政治周期反复打断
- 地缘冲突长期化，安全优先于效率
- 各国同时维稳，没人愿意率先结算

在这样的环境中，黄金并不是“避险资产”，而是：

对全球信用体系进行重新定价的工具。

因此，我给出一个明确判断：

- 黄金白银的上涨，并非通胀交易
- 也并非短期情绪波动
- 而是一场持续数年的信用与制度重估过程

在这一逻辑下，**2026 年黄金突破 5000 美元，并非极端情形**，而是延后结算不断累积后的结果释放。具体可参照第五章第 5、6 节。

二、数字资产：去全球化与维稳博弈中的“牺牲品”

与黄金形成鲜明对比的，正是数字资产。它们原本被寄予的期待是：

- 去中心化
- 脱离主权信用
- 成为新货币秩序的基础

但现实的发展路径，却恰恰相反。在当前全球环境下，数字资产正在经历的，并不是“崛起”，而是**被重新定义位置**。

目前，去全球化 + 大国博弈 + 资本仍在流动→ 各国的最优策略，是**维稳而非放任冲击**。

在这一逻辑下，数字资产的问题在于：

- **它们高度波动**
- **无法被有效托底**
- **一旦剧烈下跌，会放大金融与社会不稳定**

因此，在全球维稳成为共同策略的环境中，数字资产天然不具备“被保护”的资格。

三、ETF 化与机构化，并不是认可，而是“收编与驯化”

很多人误以为：

ETF 化、机构参与、监管明确，意味着数字资产正在走向主流。

但从制度视角看，这更像是一个**相反的过程**：

- ETF 化 → 让数字资产暴露在传统金融体系的风险管理之下
- 机构化 → 使其成为可被减仓、对冲、清算的工具
- 监管明确 → 将其纳入资本流动与金融稳定的约束框架

这并不是赋予它“新货币地位”，而是：**把一个原本不受控制的高波动资产，纳入“可以被牺牲、被清算、被限制”的范围。**

在需要维稳的时刻：

- 它不会被救
- 它不会被托底
- 它甚至可能被主动压制

从这个意义上说，数字资产并不是“新秩序的核心”，而更像是：**旧秩序在压力下，优先释放的缓冲垫。**

四、结论：一个被保留，一个被消耗

因此，在“结算被延后”的时代里：

- **黄金白银**
  是对信用稀释的长期回应，是被允许、甚至被默许不断走强的资产。
- **数字资产**
  则更接近一个**高波动、可牺牲、可被情绪与政策同时打击的风险品种。**

它们看似同属“体系外资产”，但在真正的制度博弈中，**一个被保留，一个被消耗。**

（五）未来 AI 和机器人的需求，比人类需求更值得关注

在 AI 与机器人加速渗透的时代，一个被普遍忽视的问题正在浮出水面：

技术进步，是否仍然必然带来人类需求的扩张？

这一假设，曾在工业化与信息化时代长期成立，但在 AI 时代，正在被系统性打破。

AI 提升效率，但同时削弱人类作为生产要素的地位

与以往技术不同，AI 并不是“辅助人类”，而是在越来越多场景中**直接替代人类判断与执行**。

其结果并非简单的“岗位转移”，而是：

- 中产岗位被持续压缩

- 收入分配向资本与系统所有者集中
- 人类整体有效需求增长放缓，甚至下降

当大多数人不再是稳定的收入与消费主体时，**以“人类需求持续扩张”为前提的增长模型，必然失效。**

这也是为什么，价值投资在当前阶段出现系统性错位——不是企业不努力，而是需求基础正在改变。

但需求并未消失，而是发生了“主体转移”

真正的变化，并不在于需求消失，而在于——**需求的主体，正在从人类转向系统本身。**

当 AI 与机器人开始成为经济活动的直接参与者，它们形成了一套独立于人类情绪与消费的需求体系：

- 算力需求
- 能源需求
- 基础设施与材料需求

这类需求具备三个与人类消费完全不同的特征：

- 高度刚性
- 高度资本密集
- 不依赖信心，也不需要就业支撑

市场已经验证：算力、电力、基础设施率先受益

过去几年最明确的收益，并非来自“AI 应用改变生活”，而来自 AI 系统本身的运行成本：

- 芯片与算力基础设施
- 数据中心
- 电力与电网

这些并不是“讲故事”的需求，而是**系统能否运行的前提条件**。

铜：AI 时代被严重低估的关键资产

在这一体系中，**铜的战略地位正在被重新定义。**

AI 与机器人并不生活在“云端”，它们依赖的是极端密集的物理连接：

- 数据中心内部布线
- 输配电系统升级
- 新能源与储能
- 机器人本体、电机与传感器

算力可以虚拟化，软件可以优化，但**电子的流动，离不开铜。**

更关键的是：

- 铜的需求正在由房地产，转向 AI 与能源系统
- 新矿供给周期极长，且弹性受限
- 可替代性极低

这使得铜成为一种罕见的资产类型：

需求不依赖人类消费扩张，
却直接绑定技术系统扩张。

一个根本性的投资转向

因此，在 AI 与机器人时代，投资逻辑必须发生根本转变：

从“人类想买什么”，
转向“系统运行离不开什么”。

这意味着：

- 消费叙事的重要性下降
- 品牌与情绪溢价被压缩
- 能源、材料、基础设施成为长期主线

AI 的确在改变世界，但它首先改变的，并不是消费结构，而是**资源结构与物理约束**。

理解这一点，比追逐任何一个新概念，都更重要。

第三章 中国资产：一、二级市场的风险错位与周期机会

（一）2020-2025 年资本市场回顾

过去五年，中国资本市场经历了从全球冲击与国内结构调整叠加下的深度震荡，到政策托底与情绪修复推动的阶段性反弹。这一过程既包含外部宏观冲击，也反映了内部去杠杆与制度调整的长期影响。整体而言，这是一个价格、估值与信心反复重塑的周期。

一、2020 年：疫情冲击下的全球与中国市场共振

2020 年初，新冠疫情在全球范围内爆发，金融市场迅速进入高波动状态。3 月中旬，美股多次触发熔断，全球风险资产同步下挫。中国股市虽相对克制，但亦难以完全独立于全球流动性冲击之外。

这一年并非中国资本市场趋势性反转的起点，但疫情带来的宏观不确定性与短期经济放缓，为随后数年的结构性调整埋下伏笔，其主要特征包括：

- 市场波动显著加剧；
- 流动性政策优先级抬升；
- 金融监管与风险防控趋严。

二、2021–2023 年：结构性压力与连续下行

1）股市估值与连续调整

以沪深 300 指数为例，其在 2021–2023 年连续三年录得负收益，年度回报分别为 **-5.2%、-21.63%、-11.38%**。这一阶段，中国资本市场的系统性承压主要来自三方面：

- 宏观经济下行压力持续存在；
- 针对科技、教育等领域的监管强化；

- 房地产市场系统性风险暴露并长期发酵。

房地产作为过去二十年最重要的财富效应来源，其危机自 2021 年信用事件集中暴露后，对居民资产负债表与市场信心形成了持续拖累。

从国际比较的视角看，中国股市在这一阶段明显落后于部分主要新兴市场，全球资金在风险偏好调整与资产再配置过程中，对中国资产形成持续折价。

2）一级市场与 IPO 活跃度下降

在此期间，一级市场同样承压。IPO 发行数量与融资规模明显回落，撤单与延迟上市现象频繁出现。并购重组等替代性退出路径虽在政策推动下有所恢复，但整体融资生态仍处于出清与重构阶段。

这表明，资本市场的调整并不仅发生在二级市场层面，而是贯穿融资、定价与退出机制的全链条修正。

三、2024 年：估值修复与政策托底格局显现

转折出现在 2024 年下半年。多项政策组合逐步改善市场预期:

- 决策层明确提出房地产“止跌回稳”的目标;
- 央行推出针对资本市场的定向支持工具;
- 外资流入趋势阶段性恢复。

在此背景下，A 股市场于 2024 年出现反弹，上证指数录得全年正收益。此次回升既包含流动性托底因素，也反映了前期估值大幅下移后的修复需求，并伴随着 AI 等技术主题的阶段性活跃。

四、2025 年：反弹延续与结构性变化

进入 2025 年，市场延续 2024 年的修复趋势，但呈现出明显的结构性特征。

1）估值修复与资产价格回升

截至 2025 年 9 月，中国 A 股总市值由 2024 年初约 **70 万亿元** 上升至 **100 万亿元以上**，涨幅接近 **45%**。MSCI China 等国际指数亦在此前反弹基础上继续累积正收益。

2）IPO 市场重新具备吸引力

2025 年，IPO 市场出现阶段性恢复。以 AI 芯片企业**沐曦**为例，其上市首日股价大幅上升，反映出资本市场对新经济与硬科技主题的资金热情。

3）宏观与政策环境仍具复杂性

尽管整体趋势向上，但基本面修复并不均衡：

- 消费与投资恢复节奏存在差异；
- 房地产尚未完全企稳；
- 外部贸易环境与地缘政治因素持续施压。

市场在上行过程中仍伴随明显波动与阶段性回调。

五、总体特征与结构性启示

1）估值逻辑从“宏观驱动”转向“结构与基本面主导”；
2）资本市场与实体经济之间的联动更加紧密；
3）外资参与与人民币资产国际化对市场定价影响加深。

（二）一级市场很苦，但 2025 年已经大幅改善

如果要用一个词形容当下的中国一级市场，“苦”已经足够准确。

募资困难、退出受阻、周期被动拉长、估值体系整体下移，大量机构承受着持续性的生存压力。行业统计显示，**2023–2024 年间人民币基金平均募资规模较高峰期下降超过 40%**，不少基金被迫延长存续期限，“账面回报”与“真实退出”之间出现显著落差。

从表面看，这是一级市场的寒冬；
但从周期角度看，这恰恰是一个**高度典型、不可回避的出清阶段**。

这一阶段的本质，并不是“资金消失”，而是旧有估值体系、退出假设与激励结构正在被系统性拆解。

出清，并不等于冻结：IPO 通道重新运转

出清阶段，并不意味着退出通道完全关闭。

2025 年，IPO 重新成为一级市场“可被验证”的退出路径：

- **A 股市场**：全年 IPO 数量回升至 **110 家以上**，募资规模约 **1200–1300 亿元人民币**，较 2024 年接近翻倍修复，新股首日平均涨幅超过 **200%**；
- **港股市场**：IPO 数量超过 **100 宗**，募资总额约 **2700–2800 亿港元**，重回全球 IPO 募资规模前列。

一级市场正从“等待政策窗口”，转向“接受市场定价”。

AI 芯片上市：出清阶段的清晰分水岭

真正标志这一轮变化的，并非 IPO 数量本身，而是**摩尔线程、沐曦**等 AI 芯片企业已经完成上市，并被市场重新定价。

- **摩尔线程**：
  科创板上市募资约 **80 亿元**，首日涨幅超过 **400%**，阶段性最高涨幅超过 **700%**；
- **沐曦**：
  发行价约 **100 元/股**，上市首日最高价接近 **900 元/股**，首日涨幅接近 **700%**，市值一度突破 **3000 亿元**。

其意义不在于短期股价合理性，而在于它们完成了一级市场最稀缺的一件事：
通过 IPO 实现了“可定价、可流动、可验证”的退出。

答案由此清晰：
能够完成高质量退出的，不是概念完整或融资节奏漂亮的公司，而是在算力、底层技术与国产替代等关键节点具备真实壁垒的硬科技资产。

这不是全面复苏，而是高度分化

2025 年的回暖并非普惠式修复：

- AI 芯片、算力等核心硬科技获得显著溢价；
- 多数应用层、商业模式未验证的项目仍面临融资困难，即便上市，也可能在二级市场继续出清。

IPO 通道的恢复，并未消灭出清，而是将其推进至更高质量层级。

一级市场正在重新奖励什么？

一级市场的激励逻辑正在重构：

- 不再奖励讲故事的人；
- 不再奖励融资能力最强的人；
- 不再奖励单纯踩中政策窗口的人；

而开始重新奖励：

- 对技术路径的长期判断；
- 对产业周期位置的耐心；
- 对失败概率的真实认知；
- 以及在不确定性中持续承担风险的判断力。

（三）一级市场投资要点：赛道、周期与关系

如果说二级市场的回报更多取决于情绪、流动性与交易结构，
那么一级市场的回报，本质上取决于——
估值阶梯在不同周期中的坡度。

一、二级市场为何系统性压缩正确判断的收益

A 股二级市场长期存在结构性约束：做空机制受限、对冲工具不完整、失败出清效率偏低。这使得即便判断方向正确，投资者仍需承担：

- 较高的情绪波动成本；
- 较长的价值兑现周期；
- 政策与交易结构变化带来的非判断性风险。

在此背景下，将收益更多集中在定价重构最剧烈的阶段，成为一个理性的策略选择。

二、2019–2021 年：前置透支型估值周期

在资金充裕的 2019–2021 年，一级市场呈现出明显的前置透支特征：

- A/B 轮估值被快速抬升；
- 上市预期被提前计入早期价格；
- 估值阶梯被压平。

即便 IPO 活跃，留给一级投资者的真实退出倍数并不突出。

三、2025 年：出清后的再定价周期

经历多年调整后，2025 年的一级市场呈现出不同形态：

- A/B 轮进场价显著下移；
- 对商业化与技术壁垒要求提高；
- 故事型估值被系统性压缩。

与此同时，IPO 端出现修复，形成：

更低的进场价 + 仍然存在的上市溢价

摩尔线程、沐曦等 AI 芯片公司的上市，正是这种结构的典型体现：

摩尔线程（科创板 IPO）

- **Pre-A 估值**：约 **37 亿元**；
- **A+ 轮投前估值**：约 **119 亿元**；
- **B 轮投前估值**：约 **225 亿元**（后续 Pre-IPO/老股转让估值约 246–298 亿元区间亦有报道）；
- **上市后二级市场给出的估值**：媒体描述一度约 **4000 亿元市值**，且“较 IPO 前最后一轮融资翻十余倍”

沐曦股份（科创板 IPO）

- **Pre-A 融资后估值**：约 **11.5 亿元**；
- **Pre-A+ 融资后估值**：约 **20.3 亿元**；
- **IPO 前最后一轮对应投后估值**：约 **210.71 亿元**（多家报道口径一致）；
- **IPO 发行价与募资**：发行价 **104.66 元/股**、募资总额约 **41.97 亿元**；
- **上市后二级市场表现**：有报道其开盘大涨、并以“市值破 3000 亿元”来描述热度峰值。

他们的共同特点：

- 早期轮次估值处在相对理性区间
- Pre-IPO 阶段估值并未过度透支
- 上市后由二级市场重新给出稀缺性溢价

从结果看，资本收益的主要来源，不再是一级市场内部的估值接力，而是**跨越周期的定价重构本身**。

四、周期真正决定的，是“上市这一跳值不值”

IPO 是否活跃，并不直接决定一级市场回报。
真正关键的是：

- A/B 轮是否已透支未来；
- 上市是否仍存在定价落差。

在出清之后，一级市场重新具备将主要收益集中在“退出这一跳”的可能性。

五、风险判断：窗口型机会，而非长期常态

如果资本市场在 **2025 年四季度之后**重新走弱：

- IPO 定价中枢可能下移；

- 上市后溢价收敛甚至消失；
- 估值阶梯重新变平，甚至倒挂。

因此，当前一级市场的优势高度依赖周期窗口，而非长期稳定存在。

结语｜当价格退场，人重新成为核心资产

在中国一级市场，“判断正确”与“投得进去”，是两件完全不同的事情。

真正决定结果的，是一个不可回避的组合：

判断力 × 关系网络 × 时间耐心

判断力决定你是否看得懂未来，
关系网络决定你是否被允许站在未来的门口。

这条路很窄，也很现实，但它是真实存在的。

第四章 普通人突围之路：跨系统生存能力

（一）旧时代的突围路径正在失效，而 AI 正在加速这一过程

必须先承认一个事实：
普通人并不是突然变难了，而是**旧时代的突围路径正在系统性失效**，而 AI 的出现，正在显著加速这一过程。

过去数十年，普通人实现改善的主要路径高度集中于几条“确定性通道”：

- 通过勤奋换取稳定的职业上升
- 通过高强度教育投入换取长期回报
- 通过房地产完成资产锚定
- 通过长期持有单一资产实现跨周期积累

这些路径并未彻底消失，但它们正在呈现出一个共同特征：**回报率持续下降，而失败成本却持续上升。**

在这一背景下，AI 并没有创造一个“全新的问题”，而是作为一种效率工具，**放大并提前兑现了原有结构的结果**。

在 AI 广泛参与生产、管理与决策之后：

- 重复性劳动更快被自动化替代
- 标准化技能更容易被模型压平
- 中等能力者更容易被技术中位数挤压
- 组织系统对“边际贡献不清晰者”的容忍度显著下降

这意味着，许多在旧时代仍可通过时间与勤奋慢慢改善的位置，在 AI 时代会更快失去缓冲空间。

问题的关键，并不在于“AI 是否会抢走工作”，而在于：
个人努力所依附的系统，已经从扩张型系统，转向了存量甚至封闭型系统。

在扩张时代，技术往往降低门槛、创造增量；
而在存量与垄断格局中，AI 更多被用于：

- 提升既有系统效率
- 压缩中间层
- 强化头部与既有结构

因此，AI 并不会天然站在“普通人一侧”。它更像是一面放大镜：

既放大已有优势，也放大原本的劣势。

在这样的环境中，单一系统内的“努力模型”变得愈发危险。
当一个人：

- 只有单一职业身份
- 只依附于一个平台或组织
- 主要价值由标准化指标或模型评估

那么一旦技术路径、平台策略或制度规则发生变化，个人几乎没有调整空间。

这正是为什么，“普通人突围”的问题，已经不再是如何在一个系统中爬得更高，而是是否具备**跨系统生存的能力**。

所谓“跨系统生存能力”，并不是频繁跳跃，也不是对抗系统，而是**不把全部命运押注在单一规则、单一平台、单一技术之内**：

- 在组织系统中获取现金流
- 在市场系统中保留定价能力
- 在资产或时间维度上获得延迟兑现的可能性

AI 时代，这种能力反而变得更加重要。
因为当短期反馈更快、竞争更密集、红利窗口更短时，真正拉开差距的，往往不是工具使用能力，
而是**在低反馈、不确定环境中持续行动的能力**。

因此，对普通人而言，突围并不意味着阶层跃迁或逆天改命，而是一种更现实、也更克制的目标：

- 不被单一系统一次性淘汰
- 不在技术或制度升级中归零
- 保持参与下一轮机会的资格

在 AI 深度参与资源配置的时代，真正的安全感，并不来自掌握某一个工具，而来自于：

你是否具备在不同系统之间切换、存活并逐步积累的能力。

这，才是普通人突围在当下最真实、也最残酷的含义。

（二）新的分水岭：是否具备“跨系统生存能力”

在新的周期中，真正拉开人与人差距的，已经不再是天赋，也不是勤奋。

而是一种更现实、也更残酷的能力——**是否具备在不同系统之间生存与切换的能力。**

这里的“系统”，并非狭义的职业或行业，而是更高维度的结构环境，包括：

- 不同国家的制度、监管与地缘政治逻辑
- 不同利率周期与货币信用体系

- 不同资产类别背后的风险结构与回报机制
- 不同信息密度、决策节奏与博弈方式

在旧时代，普通人只需在**单一系统内做到合格**，依附一个相对稳定的结构，就能获得持续回报。而在新阶段，**任何单一系统，都可能阶段性失效。**

AI 带来的，不只是岗位替代，而是“需求端重构”

AI 的核心影响，并不止于提高效率或替代岗位，更深层的变化在于：
它正在系统性地压缩**中产阶级所能支撑的有效需求**。

- AI 提高生产效率，但并不等比例创造新岗位
- 收入与机会进一步向头部集中
- 中产与边际就业群体收缩，消费能力下降
- 结果是：**供给能力上升，而需求增长放缓甚至萎缩**

这意味着，传统依赖“中产消费扩张”的增长模型，
正在失去基础。

AI 的冲击，并非均匀分布

关键不在于“AI 会不会影响”，
而在于**影响的速度、深度与承受方式完全不同**：

- 对高度标准化、流程化行业，冲击迅猛
- 对依赖物理世界、监管壁垒或复杂协作的领域，传导更慢
- 对人口老化、内需不足的国家，需求收缩更明显
- 对仍处在产业升级、结构错位中的地区，反而可能出现阶段性机会

这直接推导出一个结论：

未来的机会，不再集中在“技术最先进”的地方，而更可能出现在“结构错位仍然存在”的交汇点上。

中产需求下降之后，谁还能拉动需求？

当中产阶级整体需求走弱之后，市场会自然面临一个“需求真空”。

在现实世界中，**能够持续、规模化填补这一真空的主体，只剩下两类：**

- 政府
- 超大型企业

政府：以投资形式存在的需求方

在居民需求疲软的阶段，
政府几乎必然以投资方式介入：

- 基础设施、能源、国防、公共安全
- 数字化、算力、公共服务系统
- 对关键产业的直接或间接托底

这些需求未必高效，但它们具备一个决定性特征：**不依赖个体消费意愿，而依赖财政与政策决策。**

在需求端，这是少数仍具备“强制执行力”的力量。

超大型企业：替代中产的“组织型需求”

与此同时，另一种需求正在上升——**超大型企业，正以投资而非消费的方式，接管部分原本由中产支撑的需求功能。**

- 对算力、数据中心、AI 基础设施的长期投入
- 对自动化、机器人、软件系统的资本性支出
- 对供应链、物流、能源效率的结构性升级

这些需求并不是为了“卖给更多消费者”，而是为了在需求下降的环境中，**维持系统自身的稳定与竞争力**。

它们的共同特征是：

- 规模大
- 周期长
- 对政策与资本环境高度敏感
- 强烈的集中化与赢家通吃属性

需求，正在从“个人”转向“机构”

由此，一个关键结构变化正在发生：

- 从分散的、个体驱动的消费需求
- 转向集中化、组织化、投资型需求

这意味着，判断机会的逻辑正在发生根本变化：

- 不再主要看消费偏好
- 而是看政策方向与资本开支
- 不再追逐短期景气
- 而是理解需求在国家、行业与周期之间的迁移路径

因此，跨系统不再是选择，而是生存前提

在 AI 整体削减工作机会、压缩中产需求的背景下：

- 单一行业，难以长期承载上升曲线
- 单一国家，难以同时兼顾增长、稳定与公平
- 单一周期判断，更容易被技术与政策变量打断

跨行业、跨地域、跨周期地寻找机会，不再是进取策略，而是必要策略。

真正具备“跨系统生存能力”的人，不是押注某一个系统永远正确，而是理解：

- 需求如何在不同主体之间转移
- 系统如何在不同国家之间错位

- 个体如何嵌入政府与大型组织的长期需求结构

这条分水岭已经非常清晰。不是谁更努力，而是谁更早意识到：需求本身，已经从“个人”转向“机构”。

而能够在多个系统之间降低依赖、找到位置的人，才具备真正意义上的长期生存能力。

具备这种能力的一个典型案例就是黄仁勋。

黄仁勋（Jensen Huang）——跨文化背景 × 跨技术与产业边界

背景结构

- 出生于台湾，童年在泰国，青年移民美国
- 同时深度理解 **东亚制造体系** 与 **美国技术与资本体系**
- 工程师出身，却长期扮演“产业整合者”角色

跨国界能力

- 熟悉亚洲供应链（台积电、封装、制造纪律）
- 理解美国资本市场、创新生态与地缘政治叙事
- 能在“中美科技博弈”中保持战略模糊与现实灵活

跨领域能力

- 从 GPU 图形计算 → 高性能计算 → AI 加速 → 平台生态
- 不只做芯片，而是：
    - 提供 CUDA 软件生态
    - 构建开发者社区
    - 主导 AI 算力话语权

为什么更容易突围

- 单一国家工程师，容易被技术替代
- 单一资本操盘者，容易被周期吞噬

- 但**同时理解技术底层 + 制造现实 + 资本叙事的人极少**
- 当 AI 成为“跨学科基础设施”时，他天然站在交汇点上

他不是在某一条赛道里竞争，而是在连接赛道本身。

（三）抬眼望天：AI 时代的赛道选择与认知套利

如果将前文关于“跨系统生存能力”与“认知套利”合并来看，会得到一个并不乐观、但极其关键的结论：

AI 时代本身，并不会自然产生足够的消费增量。

AI 提升的是效率，而不是需求。它降低的是单位成本，而不是自动创造新的购买力。在一个人口结构趋于收缩、财富分配高度集中、中产持续下沉的环境中，技术进步更多意味着**存量博弈的进一步加剧**。

这意味着一个重要变化：未来多数领域的竞争，不是“有没有机会”，而是**谁被更快、更彻底地挤出系统**。

在这种背景下，对普通人而言，“努力程度”的边际意义正在下降，而**赛道选择的重要性正在急剧上升**。

原因并不复杂：在高度自动化、算法参与定价的环境中，**卷，也卷不过机器。**

尤其是在那些高度依赖逻辑推理、结构化知识、标准化流程的领域，AI 正在迅速成为一个“无限耐力、零情绪、可规模复制”的竞争者。
无论是文案、分析、编程、财务建模，还是大量基于规则与逻辑的知识型工作，其人类参与的必要性，都在被持续压缩。

这并不意味着这些领域会在短期内完全消失，而是意味着：

人类在其中的议价能力，会以超出多数人预期的速度下降。

与之相对的，是另一类被常常低估的领域：那些**仍然依赖体力、现实世界参与、复杂环境适应能力**的工作与行业。

一个重要但反直觉的判断是：**机器人的进展速度，很可能会显著慢于文本型与认知型 AI。**

原因在于：

- 现实世界远比数字世界复杂
- 物理环境的非结构性远高于信息环境
- 机器人需要面对真实摩擦、失败成本与安全责任

这决定了，在可预见的相当一段时间内，**需要体力参与、现场判断、现实责任承担的岗位，反而具备更强的短期稳定性。**

例如：

- 线下服务与维护
- 医疗护理、养老照护
- 建筑、安装、维修等实体劳动
- 需要在真实环境中应对突发情况的工作

这些领域的共同特征，并不是“技术落后”，而是**自动化成本高、替代路径慢、责任不可完全外包给算法**。

与此同时，从“增量”的角度看，真正值得关注的，并不是 AI 本身，而是：

哪些领域有可能在 AI 之外，产生真实的新增需求或缓解存量博弈的压力。

结合人口结构、制度变化与技术路径，可以做出几个相对清晰的判断：

第一，**与老龄化深度绑定的领域**，仍然具备长期增量基础。
这并不来自高增长，而来自“不可逆需求”。医疗、护理、康复、养老相关服务，很难被 AI 在短期内完全替代。

第二，**与现实世界基础设施相关的领域**，其自动化进程将长期滞后于认知型工作。

能源、交通、城市维护、工业维修等领域，对现实操作与责任承担的依赖，使其成为“慢变量”。

第三，**高度依赖信任关系、情境判断与责任后果的工作**，

其人类参与的不可替代性依然存在。AI 可以辅助决策，但难以独立承担结果。

相比之下，

那些高度依赖逻辑推演、信息整理、标准答案输出的领域，

即便短期内需求仍在，

其**长期回报与议价能力都面临系统性下行压力**。

这也解释了，为什么在 AI 时代，“抬头望天”比以往任何时候都更重要。

所谓“抬头望天”，

并不是空谈趋势，

而是主动跳出局部竞争，

从更高的结构层面去判断：

- 这个领域是在创造增量，还是在加剧存量博弈？
- AI 是在放大机会，还是在压缩人类价值？
- 未来五到十年，这条路径是变宽，还是变窄？

在一个存量竞争越来越激烈的时代，

方向错误，比努力不足更致命。

真正的认知套利，

并不发生在“我能否做得比别人更好”，

而发生在：

我是否选择了一个，机器暂时还卷不过、

或者根本不值得机器去卷的方向。

这，才是普通人在 AI 时代，

最现实、也最清醒的突围方式之一。

（四）借系统，而不是加杠杆

旧时代旧时代的杠杆，主要是**财务意义上的杠杆**：借钱、加倍、放大收益。

它建立在两个隐含前提之上：

- 增长长期存在
- 波动可以被时间抹平

而这两个前提，正在同时失效。

新时代，对普通人更有效的杠杆是什么？

答案并不复杂：**借系统，而不是借资金。**

所谓“借系统”，并不是依附权力或投机取巧，而是**有意识地把个体暴露在不确定性中的部分，交给更稳定、更专业、更长期存在的结构来承担。**

例如：

- 用**低利率、强信用的体系**，对冲个人所处的高利率环境
- 用**成熟的模型与机制**，替代个体易受情绪影响的判断
- 用**组织、流程与工具**，抵御人性在波动中的系统性失误

这是一种范式转变，而非技巧升级。前文反复强调的，其实只有一个核心变化：

判断，由自己完成；执行，交给更专业的系统。

这并不是放弃主动权，而是承认一个事实：

- 个体的判断能力有限
- 个体的情绪稳定性有限
- 个体在长周期中的执行一致性，极其有限

把所有环节都压在自己身上，并不是勇敢，而是对周期与人性缺乏敬畏。

借系统，本质上是在管理“不可控风险”

在新的周期环境中，真正摧毁普通人的，往往不是一次错误判断，而是：

- 连续的情绪波动
- 在错误时点被迫行动
- 在系统失灵时没有缓冲机制

“借系统”，就是在承认这些不可控因素存在的前提下，**尽量减少它们对个体命运的破坏力。**

突围，不再是跃迁，而是避免被淘汰。必须坦率地说：**新的时代，并不是一个“人人向上”的时代。**突围，不再意味着阶层跃迁，也不再意味着一次性的巨大成功，而更多意味着：

- 不被系统性淘汰
- 不在关键节点犯致命错误

- 在长期博弈中，持续向前移动

这是一个回报变慢、风险前置的时代。

这不是一个热血的时代，而是一个**清醒者仍然可以活得不错的时代**。而所谓的“跨系统生存能力”，并不神秘，也不英雄化，它只是普通人在这个时代中，
最现实、也最可复制的突围路径。

第五章 参与新兴经济体投资的机会和挑战

—方向正确，但路径决定成败

在全球进入低增长、高债务、高摩擦的新阶段后，
越来越多的人开始将目光投向所谓的“上升中的新兴经济体”——
东南亚、墨西哥、阿根廷、乌克兰，乃至中东的迪拜。

这种选择并非没有逻辑。
但问题在于：**“参与”本身，并不等于“成功”。**

（一）为什么新兴经济体仍然具有吸引力？

从宏观角度看，新兴经济体的吸引力，来自三种结构性差异：

边际效率仍在上升

- 基础设施、城镇化、金融渗透率仍有空间
- 单位资本的“边际回报”高于成熟经济体

全球产业链的被动迁移

- 中美博弈、地缘冲突、成本压力

- 制造业、能源、物流被迫外溢

规则尚未完全固化

- 对“熟悉规则的人”而言，摩擦本身就是收益来源

这也是为什么，**新兴经济体的机会，往往对“跨国界、跨领域的人”更友好。**

（二）但真正的挑战，并不在“国家”，而在“制度与金融结构”

新兴经济体的最大误判，常来自一个看似合理的假设：

“国家在上升 → 资产自然会上涨”

现实往往相反。**三个常被忽略的挑战**

第一，货币问题

- 高增长 ≠ 强货币
- 很多新兴经济体的资产收益，
  被长期的本币贬值完全吞噬

第二，金融基础设施不完整

- 市场深度不足
- 外资进得去，但退出路径狭窄

第三，规则的可预期性不足

- 政策反复
- 税制、汇兑、产权保护存在灰区

因此，新兴经济体**更像“项目制机会”，而不是“长期配置型资产池”。**

（三）主要新兴经济体的机会与现实约束

东南亚：产业承接者，但非资本乐土

机会

- 承接中国产业链外溢
- 制造业、出口、人口结构相对有利

现实约束

- 市场规模有限
- 本地资本市场流动性不足
- 长期汇率承压

适合的参与方式

- 通过美股或跨国公司参与
- 不宜直接重仓本地股市

墨西哥：新兴经济体中的“优等生”

核心逻辑

- Nearshoring 最大受益者
- 与美国制造、物流、金融体系深度绑定

优势

- 制度相对成熟

- 工业地产、制造业具备长期逻辑

风险

- 高度依赖美国经济周期
- 社会治理问题仍存

评价

这是少数“可以被纳入中长期配置框架”的新兴经济体。

阿根廷：高弹性，但不适合普通人

机会

- 农业、能源、资源禀赋极强
- 政策一旦反转，资产弹性巨大

核心问题

- 长期货币失控
- 资本管制频繁

结论

这是“交易型国家”，不是“配置型国家”。

乌克兰：文明级潜力，但非投资级现实

长期潜力

- 农业、能源、重建需求

- 若融入欧洲体系，前景广阔

现实约束

- 战争、地缘政治高度不确定
- 投资路径几乎不存在

更像是**未来十年的“地缘叙事”，而非当下的资产机会**。

（四）迪拜楼市：一个非常特殊、但极具代表性的案例

迪拜常被误认为“普通新兴经济体”，
但实际上，它是一个**高度金融化的中转型系统**。

为什么迪拜楼市吸引全球资金？

1. **货币锚定美元**

- 汇率风险极低
- 对全球资金极为友好

2. **税制与资本自由**

- 无个人所得税
- 资金进出相对自由

3. **地缘政治中立区**

- 吸纳：
    - 俄罗斯资金
    - 中东财富

- 亚洲与欧洲避险资金

4. **房地产成为“金融替代品”**

- 在本国缺乏多层资本市场的情况下
- 房地产承担了：
  - 财富储存
  - 资金洗牌
  - 身份与居留工具

但迪拜楼市的风险同样明显

- 高度依赖外来资金
- 周期波动极大
- 本质是**“全球流动性放大器”**

它不是一个“稳态增长模型”，而是一个“资金流向模型”。

第六章 2026 年-2030 年生存法则

（一）总体投资策略

—以生存优先、流动性优先、等待重构为核心

一、时代判断：这不是扩张周期，而是清算与等待周期

2026 年以后的全球经济环境，不再具备清晰、可依赖的长期增长斜率。财政透支、债务累积、政策干预、地缘冲突与 AI 对就业和需求的挤压，正在共同指向一个事实：这是一个被延后结算、但终将集中释放的周期。

在这样的背景下，投资的目标不应再是：

- 抢增长
- 拼赔率
- 赌单一趋势

而应回归到更基础的三件事：

1. 不在系统性风险中被淘汰
2. 保住可调动、可迁移的资金
3. 为危机后的重构阶段保留入场能力

二、期限原则：不做超过一年的长期投资

核心判断

- 利率、财政、政策与地缘环境高度不稳定
- 任何“长期确定性假设”都随时可能被打破

执行原则

- 所有投资必须具备 ≤12 个月的退出逻辑
- 不做依赖时间来证明自己正确的仓位
- 宁可错过机会，也不被结构性锁死

在高不确定周期中，时间本身就是一种风险敞口。

三、股票策略：区分市场角色，而非一刀切

1. A 股：2025 年持有，后期观察再定。

逻辑：

- A 股以政策、流动性与情绪驱动为主
- 稳定的长期资本回报逻辑建立过程中
- 阶段性反弹与结构行情仍会反复出现

策略：

- 只做短周期、事件驱动或明确资金逻辑
- 盈利即走，不恋战
- 不做“长期价值叙事”的自我说服

---

2. 美股：高抛低吸，而非永久持有

逻辑：

- 美股仍是全球最被保护的市场
- 但估值高、干预频繁、波动加剧
- 不再是“买了就不用看”的资产

策略：

- 明确区间意识
- 涨多必减，跌深再买
- 不把美股当作最终避风港

行为纪律补充（极其重要）

为防止“短期操作反噬自己”，必须加入硬规则：

- 任一短期盈利达到既定比例，强制部分止盈
- 单一市场仓位不得超过总可投资资金上限
- 连续两次判断失误，自动降低仓位

真正的风险，往往不是市场，而是人在连续波动中的自信膨胀。

四、贵金属：做多黄金与白银，作为结构性锚

核心判断

当前并非传统通胀周期，而是信用与制度重估周期。

黄金与白银的作用在于对冲：

- 债务不可持续
- 财政纪律弱化
- 制度信用下滑

策略定位

- 不是交易工具，而是结构性配置
- 接受震荡，不轻易清仓
- 不用“赚快钱”的标准审视它们

黄金与白银的价值，不在于它们每天做了什么，而在于当系统犯错时，它们什么都不用做。

五、房地产类投资：能卖出的，一律卖出

判断逻辑

- 高杠杆
- 低流动性
- 强政策依赖
- 人口结构与需求逻辑已发生根本变化

房地产已经从“财富工具”，转变为流动性与政策风险的载体。

执行原则

- 不再追加任何房地产类投资
- 能卖出的资产，尽量卖出

并补充一个非常现实的判断：卖出不是为了好价格，而是为了避免未来的坏价格。

六、资金策略：2026 年下半年主动回收资金

核心判断

系统性风险往往在“看似稳定”时集中释放。
2026 年下半年，应主动提高现金比例。目标不是防守，而是准备

- 降低风险敞口
- 保持高流动性
- 等待危机后的真正重构机会

现金的关键补充：现金必须“可战斗”。现金并不天然安全，只有具备行动自由的现金才安全。

应做到：

- 跨币种
- 跨账户体系
- 避免单一司法区、单一银行风险

现金的价值不在收益，而在随时进入正确系统的能力。

（二）职业生涯原则：不追求上升通道，而是避免结构性出局

一、先给总判断：职业已经不再是“线性上升问题”

2026 年以后的职业环境，正在发生一个根本变化：职业不再是“努力 → 晋升 → 稳定回报”的线性过程，而是一个高度不连续、受系统冲击影响的博弈过程。

AI、组织重构、全球需求收缩、财政与企业去杠杆，共同削弱了“长期职位安全”这一假设。

因此，职业规划的目标，也必须随之改变。

二、核心原则一：职业的第一目标不是成功，而是存活

在旧时代，职业规划的核心问题是：我怎样才能升得更快？

而在新的时代，真正重要的问题变成了：在系统波动中，我是否会被优先淘汰？

这意味着，职业决策应优先考虑：

- 你所在的岗位，是否在组织的“可削减层”

- 你的角色，是成本中心还是问题解决节点
- 一旦收缩发生，你是被“优化”，还是被“保留”

职业生涯的第一性原则，是不要站在最先被清理的位置上。

三、核心原则二：避免成为“单系统依赖型职业人”

你在投资部分反复强调“跨系统生存能力”，这一点在职业上同样成立。

高风险状态包括：

- 收入来源高度单一
- 技能只在一个组织/一个行业/一个国家成立
- 个人价值完全依赖内部评价体系

一旦系统调整，个人几乎没有缓冲空间。

更安全的状态是：

- 技能具备跨行业迁移性
- 能在不同组织结构中找到位置
- 不完全依赖单一雇主、单一评价体系

职业的安全性，来自“可迁移性”，而非“忠诚度”。

四、核心原则三：优先成为“系统接口”，而不是“纯执行者”

AI 与组织优化，
首先替代的，几乎永远是可标准化的执行工作。

因此，职业安全与否，
并不取决于你是否努力，而取决于你是否扮演以下角色之一：

- 连接技术与业务
- 连接规则与现实执行
- 连接不同团队、不同文化、不同系统
- 在不确定情况下做出“可落地判断”

这些位置有一个共同点：很难被完整外包，也难以被完全自动化。越靠近“接口”，越不容易被系统性替代。

五、核心原则四：不要把“平台红利”误认为个人能力

在过去十多年里，大量职业回报来自平台本身，而非个人不可替代性。

在平台扩张期，这种错觉并不致命；但在平台收缩期，问题会集中暴露。

一个非常重要的自检问题是：

如果脱离当前平台，我是否还能在 12 个月内，重新建立稳定收入来源？

如果答案是否定的，那么你的职业风险，已经非常高。

六、核心原则五：职业规划必须保留“回旋空间”

和投资一样，职业规划也不应把自己压在“唯一正确路径”上。

这意味着：

- 不把全部时间与精力押注在一个方向
- 不为了短期职位或头衔，牺牲长期灵活性

- 主动保留可转向的技能、关系与经验

在不确定时代，回旋空间本身，就是一种核心资产。

七、关于“热爱”“使命感”的冷静提醒

这并非否定热爱，而是要避免把情绪当作风险管理工具。

如果一个职业选择：

- 高度依赖长期繁荣
- 需要持续情绪投入
- 对失败与中断极度不友好

那么它更适合扩张周期，而不适合清算与重构周期。新时代奖励的，不是最燃烧的人，而是最能长期稳定输出的人。

八、职业层面的终极校验问题

你可以把投资部分的校验问题，原封不动地用在职业决策上：

如果这条职业路径判断错了，我是否还能在 12 个月内，重新站稳？

- 如果是 → 可以走
- 如果不是 → 再诱人的机会，也要谨慎

在 2026 年之后，职业生涯不再是关于“如何上升”，而是关于如何不被结构性出局。

不追逐最耀眼的路径，不依赖单一系统的善意，不把平台红利当作个人能力。

能活得久、转得开、退得出，本身就是这个时代最稀缺的职业优势。

（三）谁在历史的筛选中留下来？

历史并不是一条不断向上的直线。在许多关键节点上，它更像一条**效率跃迁—需求收缩—结构重组**反复出现的曲线。

在这些阶段中，社会并不会立刻崩溃，秩序依然存在，制度仍在运转，但一个深刻变化正在悄然发生：**系统完成自身目标，所需要的人，正在急剧减少。**

这一章，正是回顾这些阶段，并回答一个关键问题：

历史上的很多时期与现在接近

一、古罗马帝国晚期：国家仍在，公民变得多余

在公元 2–4 世纪的 **罗马帝国** 晚期，帝国依然辽阔，军队依然强大，法律与税收体系仍然有效。

但帝国的经济与社会结构，已经发生了不可逆的变化。

这一时期的核心特征：

- **生产结构集中化：**大地产（latifundia）取代小农经济，奴隶与附庸劳动取代自由民生产
- **系统需求高度集中：**帝国真正需要的，只是军队、税收、官僚行政
- **多数自由民失去生产性角色：**城市平民不再是经济主体，而成为被安置对象：“面包与娱乐”并非福利，而是一种稳定工具。

这里的关键不是贫富分化，而是**系统完成自身运转，已经不需要那么多“参与者”**。

公民并未消失，只是从“系统一部分”，变成了“系统外部需要被管理的存在”。

二、晚期中世纪到近代早期：结构跃迁制造“剩余人口”

14–16 世纪，欧洲从封建农业社会向早期商业资本主义过渡。

这一阶段，常被简化为“现代社会的起点”，但在当时，它更像一次**残酷的结构剥离**。

这一时期的核心特征：

- **生产效率上升，但吸纳能力下降**
  农业改良、圈地运动、商业集中，使得土地与生产资料不再需要原有数量的劳动力。
- **新系统门槛极高**
  商业、金融、行会对成员高度排他，只有极少数人进入新结构。
- **大量人口处于“生存但无位置”状态**
  游民、流浪者、边缘劳工成为常态，国家通过法律与惩罚维持秩序，而非重新整合他们。

国家没有崩溃，贸易反而增长，但**多数人并未被新系统吸纳**。

三、工业革命早期：机器并不需要更多人

工业革命常被理解为“创造大量就业”，但这是**后期结果**，而非早期现实。

在 18–19 世纪初期的 **工业革命** 阶段：

这一时期的核心特征：

- **技术替代速度快于社会吸收能力**

  机器迅速取代熟练工，工厂真正需要的，是少量技术工人与大量可控、低议价劳动力。

- **系统目标极其单一**

  提高产量、降低成本、扩大资本积累，并不以“吸纳全部人口”为目标。

- **社会稳定依赖救济与秩序管理**

  济贫法、福利雏形，并非出于繁荣，而是为了控制“无用但不可消失的人口”。

这一时期，系统高速扩张，但它并不关心：**是否为所有人提供有尊严的位置。**

四、20 世纪后期：金融化时代的“被安置多数”

进入 20 世纪后半段，尤其在 **美国** 与欧洲：自动化提升效率、金融体系主导资源配置、资本回报长期快于劳动回报

这一时期的核心特征：

- **就业仍存在，但有效需求停滞**

  工作并未消失，但工资与社会地位不再同步上升。

- **系统稳定依赖信用与财政**

  信贷扩张、资产泡沫、福利支出，用来弥补“系统不再真正需要多数人”的事实。

- **社会表面稳定，结构逐渐空心化**

这是一个**延后结算**的阶段，而非问题消失的阶段。

五、这些历史阶段的共同结构

上述时期横跨古代、近代与现代，但它们拥有高度一致的结构特征：

1. **效率跃迁先于需求扩张**
2. **系统目标不以吸纳多数人为前提**
3. **多数人被安置，而非被需要**
4. **系统可以在这种状态下运行极长时间**

这意味着：**“多数人不再被需要”，并不等于文明崩溃。**

在回顾了古罗马晚期、中世纪转型、工业革命早期与金融化时代之后，一个无法回避的问题是：

在这些“系统不再需要多数人”的时期，最终留下来的，究竟是哪些人？

答案，往往比“成功者更成功、失败者更失败”要复杂得多。

一、古罗马晚期：不是贵族赢，而是“贴近系统的人”赢

在罗马帝国晚期，**并非所有原本的精英都能幸存**。

失败者往往是：

- 依赖土地租金、但不掌握军政权力的传统贵族
- 以公民身份与城市经济为荣的中产自由民

这些人原本“体面”“成功”，却高度依赖**旧的城市—公民—市场结构**。

留下来的反而是：

- 军队中的职业军官
- 官僚体系中的执行者
- 能为大地产与国家机器服务的中间人

他们未必地位最高，但**最贴近帝国真实需求**。

在罗马晚期，赢的不是“原本最成功的人”，而是**最早转向系统核心功能的人**。

二、中世纪向近代转型：大量“体面失败者”出现

在封建体系瓦解、商业资本兴起的过程中，发生了极具冲击力的一幕：

大量失败者，原本并不失败

- 自耕农
- 行会手工业者
- 地方小贵族

他们在旧体系中：

- 有身份
- 有技能
- 有稳定生计

但这些优势，**在新结构中迅速贬值**。**反而崛起的是：**

- 商业中介
- 金融代理人
- 跨地区流动者

这些人往往出身普通，但具备一个共同特征：**他们不依附于某一套旧秩序，而是为新秩序提供连接与服务。**这是历史上极典型的一次**结构性反转**。

三、工业革命早期：熟练工人反而更危险

工业革命最残酷的一点在于：**被机器最早替代的，不是最弱的人，而是“技能最明确、最可被编码的人”。**

失败者包括：

- 熟练工匠
- 行会核心成员
- 依赖经验积累的手工业者

他们原本是社会的“中坚”，却在技术跃迁中迅速边缘化。

相对安全的反而是：

- 能管理流程的人
- 能理解机器并组织生产的人
- 能在新体系中制定规则的人

这再次说明：**结构转型期，原本的“成功经验”，往往是最大的负担。**

四、金融化时代：中产并未失败，而是被“安置”

在 20 世纪后期，尤其是高度金融化阶段，失败的并不是“最努力的人”。而是：

- 依赖工资增长与资产同步上涨的中产
- 深度绑定单一组织、单一职业路径的人

他们并未破产，也未被抛弃，而是被**福利、信贷与稳定叙事“安置”**。真正持续向上的，是：

- 能靠近资本配置与决策节点的人
- 能服务制度、监管、金融与大型组织的人
- 能跨区域、跨系统流动的人

这是一次**温和但持续的分化**，而不是戏剧性的淘汰。

五、这些历史阶段的共通胜出者画像

把上述时期叠加，会发现一个高度一致的规律：

最终留下来的，往往具备以下特性：

1. **不把旧成功当作未来凭证**
   能够主动否定自己的路径依赖
2. **贴近系统真实需求，而非表面繁荣**
   军事、财政、组织、规则、资本
3. **具备连接能力，而非单点技能**
   能在不同结构之间充当接口
4. **对身份与面子不敏感**
   愿意在结构变化中“降维求生”

失败的往往不是弱者，而是**对旧成功过于忠诚的人**。真正留下来的，并非天赋最高、起点最好，而是**最早意识到规则已经改变的人**。