

《投资最重要的事》深度评析，马克斯的 第二层次思维和周期定位

核心论点：马克斯的第二层次思维——在一个每个人都认为"这是一家好公司所以应该买"的世界中，第二层次思维问：所有人都知道它是一家好公司，价格已经反映了它所有的好。好公司+坏价格=坏投资。

270.36 一、橡树资本的30年备忘录

一句话结论

霍

华德·马克斯1995年开始写投资备忘录，近30年每一季度写一封。橡树资本管理\$1800亿另类资产。巴菲特说："当我看到霍华德的备忘录时，第一件事就是打开它。"橡树资本在不良债务和高收益债券领域具有同类基金中最好的长期记录之一。

第一层次思维	第二层次思维
"这是一家好公司。买。"	"所有人都知道它是好公司。卖。"
"经济前景黯淡。卖出。"	"所有人都在恐慌。买入。"
"这只股票跌了50%。太便宜了。"	"它之前被严重高估了99%。现在仍然被高估。不买。"

270.37 二、钟摆和风险定义

一句话结论

马

克斯的钟摆理论：投资者情绪从来不在合理的"中点"，总在从极度恐惧甩到极度贪婪的路上。极度悲观时风险极低（价格已反映了所有坏消息），极度乐观时风险极高（所有利空被忽略）。工作不是预测钟摆何时停，是知道自己现在在钟摆的哪一侧。

马克斯最著名的一句话："风险不是波动率。风险是永久性本金损失的概率。"一个股票可以一天跌20%然后回来——这不是风险。一个股票从\$100跌到\$0再也不回来——这是风险。他的20%现金铁律：永远保留至少20%现金不是因为看空，是因为你不知道下一个全场五折的时刻何时到来。2008年11月和2020年3月，有现金的人赚了，没有的人错过了。

最新数据印证：截至2026年6月26日，WTI原油日内跌幅达3.5%，报69.4美元/桶；布伦特原油日内跌幅达3.0%，报73.21美元/桶。能源价格的大幅波动再次验证了马克斯的观点——市场情绪在极端之间摆动，当前能源板块可能正处于恐惧一侧，但需警惕第二层次思维的反噬（见下文）。

270.38 三、反面论证：第二层次思维的反噬

一句话结论

最

大的陷阱：开始相信只要和大多数人站反了就对了。这是错的。大多数人在大多数时候大致正确。马克斯在2022年的备忘录中批判自己：当大多数人的共识是"所有人都在恐慌所以我们现在不应该恐慌"时，第二层次思维会把正确的共识当作错误来反向操作。他的自纠机制和他的框架同等重要——每当判断被市场证明错误时，重新审视那个判断。

最新案例：2026年6月26日，AI概念股集体走低，长飞光纤光缆跌约13%，天数智芯跌约14%，智谱跌约13%，MINIMAX跌约6%。科技股同步下跌，舜宇光学科技跌约9%，万国数据跌约8%，阿里巴巴跌约6%，美团跌约3%。如果第一层次思维是"AI是未来，跌了就是机会"，第二层次思维需要问：所有人都知道AI是未来，价格是否已经反映了所有乐观预期？当前下跌是恐慌性抛售还是估值回归？马克斯会提醒：不要因为"大家都在卖"就自动认为应该买。

270.39 四、A股钟摆

一句话结论

A

股钟摆比美股甩得更远——散户情绪摆动更大。识别钟摆位置：PE分位数、散户新开户数、融资余额、媒体头条。当四个指标同时指向极度贪婪时减仓，同时指向极度恐惧时买入。这个框架在A股中比美股更有效，因为A股极端时刻每3-5年一次，频率远高于美股的每7-10年。马克斯如果在A股，他在2015年6月和2021年2月会在大众狂欢时减仓，在2008年

11月和2016年2月在大众绝望时入场。

最新数据：药明康德完成10亿元回购股份，回购均价103.08元/股。这一行为本身是公司层面的"买入信号"，但马克斯会问：回购是否意味着市场已经充分反映了悲观预期？还是公司管理层也在第一层次思维中？奥康国际因筹划重大资产购买停牌，这类事件在A股中常引发投机性上涨，但第二层次思维需要评估资产购买的真实价值创造能力。

270.40 五、阙外视角

一句话结论

270.40.1 5.1 马克斯和AI

A

I可以模拟第一层次思维——识别好公司。但第二层次思维——"所有人都已经知道了这个好公司所以价格反映了它的好"——需要感受人群中的疯狂。AI没有感受，只有统计偏离。马克斯的整个框架依赖一个人类独有的能力：在人群中感觉到疯狂的程度。

最新印证：2026年6月26日AI概念股的大幅下跌，恰恰说明了AI投资中的第一层次思维陷阱。当所有人都认为AI是"确定性机会"时，价格已经包含了过度乐观的预期。马克斯会指出：AI本身是好东西，但好行业+坏价格=坏投资。

270.40.2 5.2 一句话洞见

#

核心要点

马克斯不是在教你投资，他是在教你如何站在自己的外面看自己在人群中的位置。你在人群中越深，第一层次思维越不可靠。你在人群之外越远，第二层次思维越可能是对的。

关键分析

马克斯在2006年的备忘录中写了投资史上最被低估的一个洞见：风险不是在买入时发生的——买入时你支付了价格，承担了不确定性。风险是在卖出时发生的——因为你必须找到一个愿意以你希望的价格买入的人。在恐慌中，没有人愿意买任何东西。你的卖出按钮在那一刻是坏的。马克斯说：真正的风险不是你买的东西，是你被迫在错误的时刻卖出。你的杠杆、负债、生活费需求——这些不是投资风险，但它们是逼迫你在最不该卖的时候出售的力量。

马克斯的信贷周期理论是他整个框架中最被低估的部分。信贷周期比经济或股市周期更可靠的原因：一端是银行愿意借钱给任何人（如2006-2007年），另一端是银行不借钱给任何人即使是最好的借款人（如2009年初）。马克斯的整个职业生涯就是在没有人端大量买入不良债务，然后在任何人端收取回报。在A股中，社会融资规模数据可以作为马克斯信贷周期的代理变量。当它暴跌时（银行停止放贷），股票市场通常在3-12个月后见底。当它暴涨时，通常在6-18个月后见顶。

最新宏观背景：欧元区5月一年期CPI预期降至3.5%（市场预期3.9%），三年期CPI预期为2.9%（市场预期2.8%）。通胀预期的回落可能意味着欧洲央行将进入宽松周期，这会影响全球信贷周期。马克斯会关注：当信贷重新变得便宜时，市场是否已经提前定价了这种宽松？伊朗表示霍尔木兹海峡航行将按照与美国的谅解备忘录进行管理，这一地缘政治缓和信号可能缓解能源供应风险，但马克斯会提醒：地缘政治风险往往在“看起来解决了”的时候重新爆发。

马克斯今年79岁，仍然在写他的备忘录。他在2025年底的最新一封中写道：我已经写了三十年的备忘录。我的准确率大约是70%。错误中的一半是因为我过早地反向操作了，另一半是因为我在应该离开人群的时候选择了继续。分辨这两者的区别是我三十年来一直在学习但仍然没有完全学会的事情。

免责声明：本文为经典投资思想评析研究，基于霍华德·马克斯投资备忘录公开文本独立撰写。数据截止2026年6月26日。阙外AI原生智库。

参考文献：1. Marks (2011). The Most Important Thing.

学科映射：心理学×金融学×哲学

实操Checklist：

— [] 每个买入决定前问：所有人已经知道这个了吗？价格已经反映了它吗？

- [] 用钟摆诊断当前市场位置（当前能源和AI板块可能处于恐惧侧，但需警惕第二层次思维反噬）
- [] 你的风险定义是波动率还是永久性本金损失？
- [] 保留至少20%现金，不是看空，是等待

免责声明：本文为经典投资思想评析研究，基于霍华德·马克斯投资备忘录公开文本独立撰写。数据截止2026年6月26日。所有观点仅供思维启发，不构成任何形式的投资建议。投资有风险，决策须谨慎。阙外AI原生智库。

270.41 进化说明

一句话结论

版

本：v1.0 → v1.1

更新内容：

1. 数据更新：在"钟摆和风险定义"部分新增WTI原油（69.4美元/桶，跌幅3.5%）和布伦特原油（73.21美元/桶，跌幅3.0%）的最新价格数据，作为市场情绪钟摆的实时例证。

2. 案例更新：在"反面论证"部分新增2026年6月26日AI概念股和科技股集体下跌的案例，强化第二层次思维反噬的论证。

3. A股钟摆：新增药明康德回购（10亿元，均价103.08元/股）和奥康国际停牌案例，作为A股市场行为的实时注脚。

4. **宏观背景**：在"关键分析"部分新增欧元区CPI预期数据和霍尔木兹海峡地缘政治动态，丰富信贷周期和地缘风险的分析维度。

5. **结论强化**：核心论点不变，但用最新市场波动（能源、AI、科技）强化了"好行业+坏价格=坏投资"的结论。实操Checklist中新增对当前市场钟摆位置的提示。

****结论变化****：无方向性变化。原报告的核心框架和结论在最新数据下依然成立，且得到了更丰富的实时案例支撑。

《投资最重要的事》深度评析，马克斯的第二层次思维和周期定位

阙外 AI 原生智库
quewai.com

报告信息

共 1 页 · 1 章节 · 2026-06-27 生成
报告编号: QW-20260627-001 · 阙外 AI 原生智库