

The nature and correction of the zero-sum game in stock market: On the structural situation of retail investors

Shane C. H. HUANG Donghe HUANG M.T.WANG

China Edu-Science Institute (Guangdong Province), Guangzhou, Guangdong, 510035, China

Abstract

This paper examines the dual nature of stock market competition: the apparent “positive-sum game” associated with long-term value investing versus the inherently competitive, and often “negative-sum,” reality of short-term trading. Through theoretical analysis and a synthesis of empirical literature, we argue that equity markets structurally resemble a negative-sum game for retail investors, primarily due to transaction costs, information asymmetry, behavioral biases, and the systemic advantages enjoyed by institutional investors. The latter effectively function as a quasi-fiscal extraction mechanism, leveraging superior technology, information, and capital to consistently capture alpha. The study places particular emphasis on the pervasive yet often obscured structural issues such as insider trading, contending that retail efforts to overcome these disadvantages via technical analysis or short-term strategies are likely to be futile over extended periods. It is concluded that acknowledging these structural constraints and adopting a disciplined, long-term interactive investment approach constitutes the most viable strategy for retail investor survival and success.

Keywords

Zero-sum game; Positive-sum game; Retail investors; Institutional investors; Information asymmetry; Insider trading; Behavioral finance

股市的零和赛局本质与修正：论散户投资者的结构性处境

Shane C. H. HUANG Donghe HUANG M.T.WANG

中教科（广东省）教育研究院（有限合伙），中国·广东广州 510035

摘要

本文旨在深入探讨股票市场的赛局性质：其长期价值投资所呈现的“正和赛局”表象与短期交易博弈中残酷的“零和赛局”甚至“负和”的本质。通过理论分析与实证文献回顾，本文论证了由于交易成本、信息不对称、行为金融学陷阱及机构投资者的系统性优势，股市对于散户投资者而言，在实质上更接近于一个负和赛局。机构投资者凭借技术、信息与资金优势，往往扮演着市场“抽税者”的角色。本文特别强调了内幕交易等结构性问题的普遍性与隐蔽性，并指出散户试图通过技术分析或短线策略来规避这些劣势的尝试，长期下有较大概率不能达成预期效果。结论认为，认知自身的结构性劣势并转向互动式长期投资，是散户投资者最理性的生存策略。

关键词

零和赛局；正和赛局；散户投资者；机构投资者；信息不对称；内幕交易；行为金融学

1 引言

股票市场常被描绘成一个充满机遇的财富殿堂。宏观经济持续增长与企业创造价值的故事，为其披上了“正和赛局”（Positive-Sum Game）的外衣——即参与者理论上均可通过经济扩张而获益。然而，这忽略了市场微观结构层面冷酷的“零和赛局”（Zero-Sum Game）本质。在每一笔即时交易的对立面，都存在着一个交易对手方；一方的盈利立场来自另一方的亏损（或机会成本损失），加之交易费用的侵蚀，市场在扣除总成本后实则是一个“负和赛局”

（Negative-Sum Game）（Shleifer & Vishny, 1997）。

本文的核心论点是：散户投资者（Retail Investors）因其结构性劣势，在这一负和赛局中长期处于被剥削的地位。而机构投资者（Institutional Investors）则通过其强大的资源，系统地捕获正和属性（企业成长红利），同时将零和乃至负和属性（高频交易、信息套利）的代价转嫁给散户。许多散户自信能够通过分析、技巧或运气来规避这一困境，但这种自信往往建立在对市场本质的误解之上。本文将从赛局论的框架出发，结合信息不对称、行为金融学及市场微观结构理论，逐一剖析散户面临的困境，并论证其难以规避的原因。

2 理论框架：正和、零和与负和赛局的定义

正和赛局（Positive-Sum Game）：指所有参与者的总收益大于总损失的赛局。从长期和整体视角看，股市通过将

【作者简介】Shane C. H. HUANG（1988-），中国台湾台北人，从事经济学、教学原理研究。

资本配置给高效企业，促进创新、生产和经济增长，最终提升社会总财富。全体长期持有者作为整体，可以分享这部分经济增长的成果（Bogle, 2007）。

零和赛局（Zero-Sum Game）：指参与者的收益与损失之和为零，一方的得益必然意味着另一方的等量损失。在股市的短期交易中，不考虑交易成本时，某人低价买入的盈利正对应着卖方高价卖出的“亏损”（未能以更高价格卖出），反之亦然（Keynes, 1936）。

负和赛局（Negative-Sum Game）：当引入交易成本（佣金、税费、滑价等）后，零和赛局便转变为负和赛局。这些成本如同“摩擦”，不断从市场总资金池中抽水，使得参与者作为整体的净收益为负。要想盈利，一个投资者必须在覆盖自身交易成本的同时，还要赚取其他投资者未能覆盖其成本的那部分亏损（Fama, 1965）。

股市的迷惑性在于，它同时是这三种赛局的混合体：长期来看是正和（经济成长），短期来看是零和（交易博弈），而扣除成本后对于多数主动交易者而言则是负和。散户的悲剧在于，他们常常误将短期负和赛局当作长期正和赛局来参与，或用零和博弈的思维却背负着负和赛局的成本结构。

3 散户的结构劣势：为何负和赛局难以规避

散户面临的损失并非偶然的运气不佳，而是系统性的、难以通过个人努力克服的劣势。

3.1 信息不对称与内幕交易的普遍性

信息是金融市场定价的核心。然而，信息的获取、处理与传播远非公平。理论上，内幕交易（Insider Trading）是非法的，但其现代形式往往极其隐蔽和复杂。

学术界和业界普遍认为，内幕信息以各种合法或游走在灰色地带的方式被提前反映在股价中。机构投资者雇佣顶级分析师、进行专家网络访谈（Expert Networks）、利用卫星图像和大数据分析，极力缩短公开信息与自身行动之间的时间差。这种“信息优势”在某种程度上是合法的，但其效果与内幕交易类似：在利好信息公开前买入，在利空公开前卖出。

一项经典研究显示，公司内部人士的股票交易能够持续获得显著超额回报（Jeng, Metrick, & Zeckhauser, 2003），这说明了信息层级的存在。散户所依赖的财报、新闻公告，在到达他们屏幕时，价格早已被拥有信息优势的机构调整完毕。散户的行动基于公开信息，实则是在为内幕信息拥有者的利润“买单”。试图通过看财报、读新闻来战胜市场，犹如在牌局中看了对手想让你看的牌。

3.2 行为金融学陷阱：系统性非理性

散户不仅是信息上的弱者，更是行为心理学上的弱者。行为金融学（Behavioral Finance）研究表明，散户投资者系统地受到认知偏差的影响（Kahneman & Tversky, 1979; Barber & Odean, 2000）：

过度自信（Overconfidence）：高估自己的知识水平和预测能力，导致过度交易。

羊群效应（Herd Behavior）：盲目追随市场热点或所谓“专家”意见，通常在顶部买入，在底部卖出。

处置效应（Disposition Effect）：过早卖出盈利的股票，却长期持有亏损的股票，导致“截断利润，让亏损奔跑”。

这些行为偏差并非随机错误，而是可预测的、系统性的。机构投资者则利用算法和量化模型，反向利用这些散户行为模式来获利，例如通过捕捉“动量”或“反转”效应。散户的非理性行为成为了机构利润的来源之一，使得赛局的天平进一步倾斜。

3.3 技术与资源碾压

现代市场是高科技的竞技场。机构投资者在算法交易、高频交易（HFT）、计算能力和数据获取方面拥有绝对优势。高频交易者能够在毫秒间捕捉微小的价差并执行订单，这不仅让它们赚取利润，还常常让散户的订单在更差的价格上成交（滑价）。MacKenzie (2018) 在其对高频交易的研究中指出，这种技术优势创造了一种新型的“市场微观结构”，其中速度本身就是一种信息和不公平的优势。散户在此赛局中，如同拿着冷兵器的士兵面对现代化的军队。

3.4 无法规避的交易成本

如前所述，交易成本是使零和赛局变为负和赛局的关键。散户的每一次买卖，都需要支付佣金和税费。更为隐蔽的是买卖价差（Bid-Ask Spread）和滑价（Slippage）。活跃交易的散户其交易成本会快速累积。Barber and Odean (2000) 的著名研究《Trading is Hazardous to Your Wealth》通过实证数据证明，交易最频繁的散户投资者，其净回报率远低于市场平均，甚至低于交易不活跃的散户，其主要原因就是巨额的交易成本侵蚀了本就不多的利润。

4 机构的角色：市场中的“抽税者”与“捕食者”

机构投资者在股市生态中扮演着复杂双重角色：一方面作为市场稳定器提供流动性，另一方面则通过结构性优势获取超额收益，形成对散户投资者的系统性优势。这种双重角色使机构在功能上同时成为市场的“抽税者”（通过固定费用和交易成本抽取收益）和“捕食者”（利用信息不对称和技术优势获取阿尔法收益）。

2025年A股市场呈现显著的分化特征。主要指数涨幅显著（上证指数年内涨幅超14.2%，深证成指涨幅超21%，科创50指数飙升27%，创业板指涨幅接近36%），但这场“指数狂欢”背后隐藏着残酷的结构性撕裂（上海证券交易所，2025）。近40%的个股（2,146只）跑输上证指数，17%的个股（896只）年内下跌。尽管A股总市值突破101万亿元，但股民收益呈现“被平均”现象，20%的个股贡献了80%的涨幅。

这种结构性分化反映了当前牛市的鲜明特征——资金

高度集中在政策支持和高景气度的赛道（如AI算力、新能源汽车产业链、创新药等），而传统行业板块则表现滞涨。许多散户投资者因坚守“传统蓝筹”思维而错过了市场主线，导致“站错了队伍”（中国证券登记结算有限责任公司，2025）。

4.1 益分化与零和博弈下的财富转移

2025年上半年数据显示，A股散户账户年化亏损率高达23.6%，仅有18.9%的投资者实现盈利，且小资金账户亏损比例更高（1万元以下账户99.9%亏损）（中国证券投资者保护基金有限责任公司，2025）。这种收益分化与账户规模呈现显著相关性：5万元以下账户亏损率高达99.9%，而1000万元以上账户盈利概率达99.1%，呈现近乎“零和博弈”的财富转移现象。

这种分化背后是交易行为的显著差异。Odean（1998）的研究表明，散户投资者更容易出现“追涨杀跌”和处置效应，导致高买低卖的行为模式。相比之下，机构投资者通常遵循严格的投资纪律和风险控制机制，能够更好地避免此类行为偏差。在中国市场，这种差异更加明显，机构投资者通过算法交易和程序化交易进一步扩大了其优势（深圳证券交易所，2024）。

4.2 机构的表现与结构性优势

与散户的普遍亏损形成鲜明对比的是，公募基金整体表现相对更优。2025年，公募基金主动权益产品平均收益12.3%，超90%的基金跑赢散户平均收益（中国证券投资基金业协会，2025）。机构凭借深度研究能力、信息优势和技术基础设施，在一定程度上规避了散户常犯的行为偏差。

然而，机构优势并非绝对。SPIVA（主动管理 vs. 被动管理）报告显示，多数主动基金长期无法跑赢基准指数（S&P Dow Jones Indices, 2024）。但机构作为一个整体，尤其是那些具备资源、技术和风控优势的头部机构，其平均表现显著优于散户，并且通过管理费、业绩提成和交易佣金等形式，在牛熊市中都能更稳定地从市场资金流中获利。

4.3 长期视角下的巨大差距

长期数据显示，A股市场存在着“七亏二平一赚”的规律，即长期来看，仅10%的散户盈利，70%亏损。2020年至2025年8月初，A股散户累计亏损可能超过100万亿元（市值缩水），人均亏损约30-40万元（中国证券投资者保护基金有限责任公司，2025）。

这些数据揭示了两个核心事实：第一，大多数散户因其自身的行为偏差和结构性劣势，导致其回报持续受损；第二，机构投资者通过系统性优势（包括信息获取、处理技术、心理纪律和成本控制）在长期投资中保持了相对优势。散户试图通过个人努力战胜市场的尝试，往往不如预期，甚至产生大量亏损。（Barber & Odean, 2000）。

5 结论与启示：散户的理性生存策略

综上所述，股票市场对于试图通过主动交易和短期择时来获利的散户投资者而言，是一个结构性的负和赛局。其正和赛局的性质主要被具备长期视野和成本优势的投资者（主要是机构）所捕获；而其零和赛局的本质，在加入交易成本、信息不对称和行为偏差后，对散户演变为一个期望值为负的游戏。

许多散户坚信自己可以成为例外，能够通过刻苦研究、跟踪热点或技术分析来规避这些陷阱。然而，本文的分析表明，这种自信恰恰是“过度自信”偏差的体现。个人投资者在信息获取、处理技术、心理纪律和成本控制上，几乎不可能系统性战胜专业的机构机器。试图规避陷阱的努力本身，可能正是落入更大陷阱的开始，因为这通常意味着更频繁的交易、更高的成本和更多的犯错机会。

对于散户而言，最理性、或许也是唯一的出路在于：彻底承认自身的结构性劣势，放弃战胜市场的幻想。

从主动交易转向被动式长期投资。通过购买并长期持有，避免行为偏差，并促进自己享受到市场作为“正和赛局”所带来的企业成长和宏观经济红利（Bogle, 2007）。虽然这意味着放弃追求超额回报的幻想，但却能保证获得市场平均回报，而这已然超越了大多数试图“战胜市场”的主动投资者。

最终，理解股市的负和赛局性质并非为了让人绝望，而是为了让人清醒。只有放下不切实际的幻想，接受市场运行的规则，散户投资者才能在这个剥削游戏中，找到可持续的生存之道。

参考文献

- [1] Barber, B. M., & Odean, T. (2000). Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors. *The Journal of Finance*, 55(2), 773-806.
- [2] Bogle, J. C. (2007). *The little book of common sense investing: The only way to guarantee your fair share of stock market returns*. John Wiley & Sons.
- [3] Fama, E. F. (1965). The behavior of stock-market prices. *The Journal of Business*, 38(1), 34-105.
- [4] Jeng, L. A., Metrick, A., & Zeckhauser, R. (2003). Estimating the returns to insider trading: A performance-evaluation perspective. *The Review of Economics and Statistics*, 85(2), 453-471.
- [5] Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263-291.
- [6] Keynes, J. M. (1936). *The general theory of employment, interest, and money*. Palgrave Macmillan.
- [7] MacKenzie, D. (2018). *Trading at the speed of light: How ultrafast algorithms are transforming financial markets*. Princeton University

- Press.
- [8] Odean, T. (1998). Are investors reluctant to realize their losses? *The Journal of Finance*, 53(5), 1775-1798.
- [9] Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). The limits of arbitrage. *The Journal of Finance*, 52(1), 35-55.
- [10] S&P Dow Jones Indices. (2024). SPIVA China Scorecard.
- [11] 中国证券登记结算有限责任公司. (2025). 2025年8月统计月报.
- [12] 中国证券投资基金业协会. (2025). 2025年度公募基金业绩评估报告. 北京: 中国证券投资基金业协会.
- [13] 中国证券投资者保护基金有限责任公司. (2025). 2025年度中国证券投资者状况调查报告. 北京: 中国财政经济出版社.
- [14] 李心丹, 王冀宁, 傅浩. (2018). 中国个体证券投资者交易行为的实证研究. *金融研究*, 41(3), 112-127.
- [15] 上海证券交易所. (2023). 上海证券交易所统计年鉴2023. 上海: 上海人民出版社.
- [16] 上海证券交易所. (2025). 2025年上半年市场运行报告.
- [17] 深圳证券交易所. (2024). 2024年深圳证券交易所市场绩效报告. 深圳: 深圳证券交易所.