



# 中国建设银行(亚洲)首席投资策略官办公室研究通讯

2025 年 11 月 21 日

## 【风波乍起莫惊惶——简析海外市场历史上的大崩盘】

11 月 20 日的美股市场再度上演“过山车”行情：纳指高开低走日内大跌 4.7%，创下 4 月以来最大单日跌幅，VIX 恐慌指数飙升至 26.4 的 7 个月高点，科技板块领跌，英伟达等巨头由涨转跌，日内波幅达 7%。社交媒体上“崩盘预警”再度刷屏，有人因短期账户缩水匆忙清仓，也有投资者将这场无明确宏观驱动的波动等同于危机前兆。但回溯百年金融史，真正的大崩盘出现的概率堪比“百年一遇大洪水”，而当前市场的短期震荡，本质仍是资金流动与情绪波动引发的调整，二者有着本质区别。

### 一、先辨真伪：波动是日常，崩盘是极端

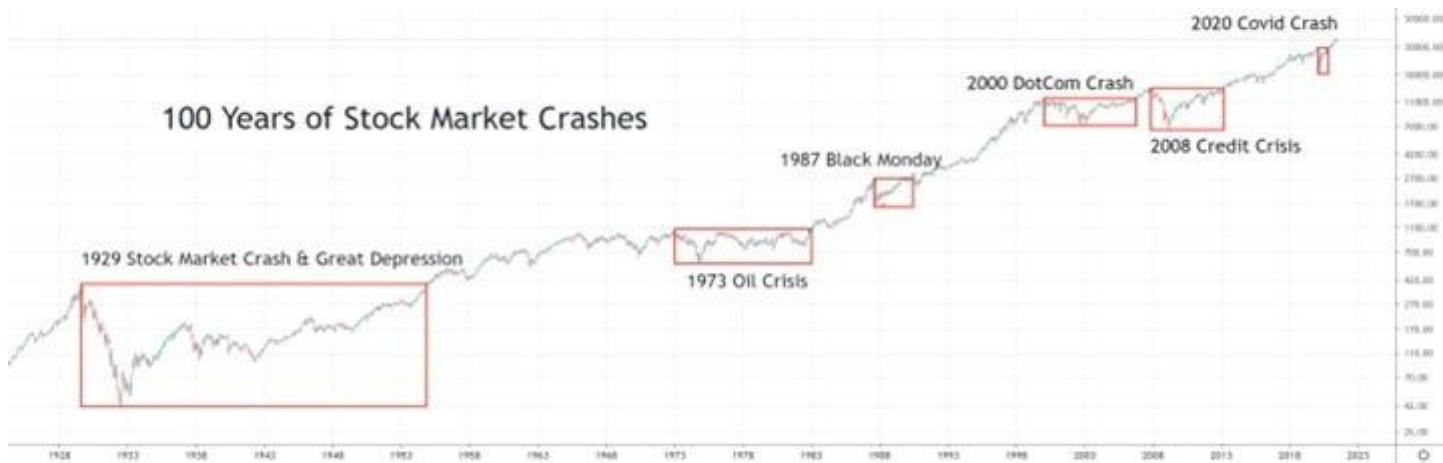
市场波动与股市崩盘的核心差异，在于是否引发系统性风险。前者是市场价格围绕价值的正常波动，后者则是足以导致金融体系休克的颠覆性危机，需满足“单日或数日累计跌幅超 20%、伴随恐慌性抛售、流动性枯竭”的核心标准。

截至 2025 年 11 月 21 日，标普 500 指数单月已有 12 个交易日涨跌超 1%，纳斯达克成分股单日市值波动超千亿美元的情况达 119 次，较去年同期增加 35 次。而 11 月 20 日的波动更具典型性：纳斯达克指日内振幅超 7%，但下跌过程“丝滑无断崖”，无明显恐慌性抛售特征，更符合流动性调整的叙事。宏观层面缺乏强驱动因素，联储理事 Cook 的相关表态属常规风险提示，美债与汇率波动也未同步放大，更多源于 CTA 基金平仓传闻、期权行权日资金调整等短期流动因素，与崩盘所需的“多重危机共振”相去甚远。

常规波动多因短期政策调整、资金进出等因素引发，持续时间短且无系统性影响；而崩盘往往是多重危机共振的结果，对金融体系的冲击具有颠覆性。



图 1：美股百年重大崩盘及恢复期（以道琼斯指数为例）



来源: [Polymarket.com](https://www.polymarket.com/).

**美股百年历史上，真正符合崩盘标准的事件仅 5 次，平均二十年一次：**1929 年大萧条道指暴跌 89%，经过 25 年才恢复原水平；1987 年“黑色星期一”道指单日跌 22.6%；2000 年互联网泡沫破裂纳指跌 78%；2008 年金融危机标普 500 跌 57%；2020 年新冠冲击 10 天 4 次熔断。

**5 次崩盘均是“杠杆过高+监管缺失+经济恶化+突发事件”的多重暴击凑齐才发生的。**1929 年是全民加杠杆炒股、银行没有存款保险、贸易保护主义抬头三重暴击；2008 年是次贷泡沫、金融衍生品滥用、监管缺失共同引爆危机。这些都是“系统性溃败”，而不是单一因素引发短期震荡。

**反观近期美股的波动，多数源于估值分歧与短期资金流动，无任何系统性风险信号。**近期的具体因素而言，包括了美联储政策摇摆、美国政府停摆导致的流动性紧张、以及对 AI 板块估值的分歧。这些问题就像家里的水管漏水，修修就能解决，犯不上担心整栋楼倒塌。从估值数据看，当前标普 500 PE 为 22.8 倍，虽高于历史中枢，但远低于互联网泡沫时期 58.1 倍的峰值，且科技巨头 ROE 与利润率均显著优于当年，估值溢价有基本面支撑。这种“有盈利支撑的短期波动”，与崩盘前“无基本面支撑的泡沫破裂”有着本质区别。

## 二、回望历史：大牛市之后的大崩盘多吗？

事实上，耶鲁大学的 Goetzmann 在 2015 年的论文“Bubble Investing: Learning from History”中回顾了过去 100 多年的 20 多个国家的股市数据，发现真正意义上的“泡沫”（先大涨、再大跌）极

为罕见。我们对泡沫的定义简洁明确：股价经历“大牛市”后出现“崩盘”，且通过两类量化标准分别界定大牛市与崩盘的具体情形。

对于“大牛市”（Boom），采用两类判定标准：一是单年实际回报超过100%；二是连续三年累计实际回报超过100%。相应地，“崩盘”（Crash）的界定同样包含两种情形：一是繁荣结束后一年内股价跌幅超过50%；二是繁荣结束后五年内股价累计跌幅超过50%。

基于这一定义框架，通过对市场数据的统计分析，得出以下两项核心发现。

**发现1：“单年翻倍”后的“崩盘”，并非大概率事件。**在涵盖3514个市场年度的样本中，仅出现58例“单年实际回报翻倍”的繁荣情形，占比仅1.7%，足见此类短期大幅上涨的稀缺性。从后续表现来看，这些单年翻倍的事件中，第二年既出现4例“再次翻倍”的持续上涨情况，也有4例出现“腰斩”（跌幅超50%）的崩盘情形，两种极端结果的条件概率均为6.9%，呈现出明显的对称性。若将观察窗口拉长至繁荣后的5年，“腰斩”的概率虽提升至17.1%，但“再次翻倍”的概率更高达22.4%。**这一数据充分体现了高波动市场中极端结果的对称性特征，而非“大牛市之后必然崩盘”的宿命论结论。**

**发现2：“三年累计翻倍”后，崩盘概率进一步降低。**若将“大牛市”标准以“连续三年累计实际回报超过100%”为参照，则其后续崩盘的概率则更为温和。数据显示，这类“三年累计翻倍”的繁荣事件中，一年内出现崩盘的概率仅为4.6%，五年内累计崩盘的概率也仅9.8%，这一水平与未经历大幅上涨市场的无条件大跌概率基本持平，说明长期稳健上涨后的市场并未呈现更高的崩盘风险。在346个“三年累计翻倍”的繁荣事件中，其后续五年的表现可分为两类典型情形：一类是“繁荣后持续上涨”，即后续五年内股价再次翻倍，构成了“上涨之后仍能延续趋势”的历史实例；另一类是满足“泡沫崩盘”标准的情形。**这一统计结果清晰表明，像美国大萧条、互联网泡沫破裂这类“繁荣后崩盘”的极端案例，在历史数据中实则属于小概率事件，而非市场运行的必然结果。**

将股市比作交通工具，崩盘是车毁人亡的重大事故，需“车况差+路况糟+操作错”同时发生。梳理美股历次崩盘的轨迹与恢复情况可见，市场的“自愈能力”和“防护机制”在不断进化。早期崩盘不仅跌幅深，恢复周期长达十余年；而近年来危机中，得益于干预机制完善，回血速度显著加快。

图 2：美股百年重大崩盘及恢复期（以道琼斯指数为例）

Table 5: Markets that doubled in value in dollar (or real) terms over a three-year calendar period

This table reports the cumulated real return (or dollar-valued if real is unavailable) to markets following a three-year calendar period in which the dollar-valued index level at least doubled. Only markets that either doubled or halved over the subsequent five-year period are shown, with the exception of the USA which is provided below for comparison. The table thus shows the results for 83 out of 346 events. "t1" represents the growth in excess of 1 by the index in the next calendar year. Subsequent event years in which the index value doubled again are highlighted in green. Subsequent event years in which the index gave back all or more of its three year gain at some point in the next five years are highlighted in pink. Values are sorted on event-year five cumulative capital appreciation returns.

Country	year	t1	t2	t3	t4	t5	Country	year	t1	t2	t3	t4	t5
Germany	1950	2.20	3.26	4.09	7.49	8.72	Belgium	1985	1.77	1.83	2.36	2.72	2.35
Russia	2001	1.38	2.41	2.77	4.68	7.67	Austria	1953	1.52	2.35	2.70	2.22	2.33
Germany	1949	0.95	2.10	3.11	3.90	7.14	Australia	1922	1.17	1.47	1.59	1.93	2.31
Mexico	1987	1.40	2.35	2.77	5.38	6.05	Ireland	1985	1.72	1.89	2.31	2.99	2.28
Mexico	1988	1.68	1.97	3.83	4.31	5.95	Australia	1923	1.26	1.36	1.65	1.97	2.26
Peru	1991	2.48	4.62	6.35	5.13	5.30	Colombia	2005	1.11	1.25	0.90	1.59	2.24
Finland	1995	1.37	1.54	2.80	6.22	5.11	Colombia	2007	0.72	1.28	1.80	1.67	2.20
Mexico	1985	2.06	1.75	2.45	4.12	4.85	Austria	1954	1.54	1.77	1.46	1.53	2.19
Chile	1986	1.24	1.98	2.73	3.02	4.71	Austria	1935	1.34	1.22	0.53	0.27	0.50
Mexico	1986	0.85	1.19	2.00	2.35	4.56	Egypt	2007	0.46	0.61	0.67	0.34	0.50
China	2001	0.99	2.18	1.99	2.22	4.31	Israel	1982	0.33	0.41	0.43	0.46	0.48
Colombia	2003	2.26	4.57	5.06	5.70	4.13	Venezuela	1991	0.45	0.45	0.37	0.35	0.47
Peru	2005	1.52	2.83	1.63	2.76	4.12	Austria	2006	1.07	0.42	0.62	0.70	0.47
Chile	1987	1.60	2.20	2.44	3.80	4.09	Mexico	1942	0.97	0.73	0.72	0.59	0.46
Germany	1955	0.91	0.98	1.57	2.77	3.71	Ireland	2005	1.42	1.15	0.38	0.50	0.46
Germany	1951	1.48	1.85	3.40	3.95	3.62	Austria	1936	0.91	0.39	0.20	0.37	0.45
Peru	2004	1.29	1.96	3.64	2.09	3.55	Portugal	1987	0.68	0.83	0.60	0.56	0.44
Spain	1985	2.48	3.27	3.71	4.09	3.42	Chile	1979	1.49	0.95	0.65	0.47	0.43
Japan	1954	1.45	1.98	1.74	2.57	3.41	Brazil	1971	0.52	0.48	0.47	0.49	0.43
Germany	1953	1.83	2.13	1.95	2.09	3.35	Hungary	2006	1.13	0.43	0.74	0.66	0.43
Netherl's	1935	0.99	1.56	1.50	1.44	3.27	Australia	1969	0.73	0.68	0.87	0.71	0.43
Colombia	2004	2.02	2.24	2.53	1.83	3.23	Argentina	2007	0.45	0.72	1.22	0.70	0.43
Germany	1954	1.16	1.06	1.14	1.83	3.22	Poland	1928	0.71	0.58	0.36	0.41	0.43
Portugal	1981	0.59	0.43	0.42	1.06	3.18	Finland	1987	1.22	1.02	0.74	0.51	0.42
Chile	1988	1.38	1.52	2.38	2.56	3.17	Denmark	1917	0.88	0.51	0.36	0.42	0.40
Chile	1989	1.11	1.73	1.86	2.30	2.97	South Africa	1980	0.72	0.85	0.83	0.54	0.40
Italy	1954	1.27	1.29	1.40	1.68	2.81	N Zealand	1986	0.61	0.52	0.56	0.33	0.39
Egypt	2004	2.54	2.92	4.53	2.09	2.77	Chile	1980	0.64	0.44	0.32	0.29	0.37
Chile	1990	1.56	1.68	2.08	2.69	2.77	Greece	2005	1.32	1.70	0.56	0.69	0.37
Czech	2003	1.77	2.53	3.28	4.98	Belgium	1941	0.99	0.88	0.67	0.64	0.36	
Austria	1956	0.82	0.86	1.23	1.73	Egypt	1997	0.68	1.23	0.67	0.37	0.35	
Austria	1985	1.21	1.14	1.18	2.51	Argentina	1955	0.86	0.58	0.64	0.33	0.33	
Colombia	1987	0.79	0.70	0.77	2.25	Norway	1973	0.53	0.42	0.46	0.34	0.33	
Japan	1956	0.88	1.30	1.73	2.81	Mexico	1979	0.80	0.36	0.14	0.21	0.20	
Germany	1952	1.25	2.30	2.67	2.44	France	1941	0.52	0.88	0.99	0.90	0.20	
Japan	1953	1.01	1.47	2.00	1.76	Belgium	1942	0.88	0.67	0.64	0.36	0.19	
China	2005	1.94	3.13	1.47	2.47	Pakistan	1993	0.82	0.61	0.39	0.48	0.19	
Peru	1992	1.86	2.56	2.07	2.14	Brazil	1985	0.64	0.21	0.39	0.44	0.13	
Chile	2005	1.26	1.53	0.96	1.74	Greece	2006	1.29	0.43	0.52	0.28	0.10	
India	2004	1.35	2.02	3.45	1.21	Portugal	1973	0.65	0.55	0.45	0.34	0.08	
Brazil	2005	1.41	2.46	1.04	2.31	Poland	1938	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	

来源: *Bubble Investing: Learning from History*, William Goetzmann, 2015.

### 三、认知陷阱：为何我们总怕“天塌下来”

11月20日的波动中，VIX指数单日飙升超11%，但随后快速回落至20.14，这种“情绪波动远超指数波动”的现象，根源在于投资者的认知偏差与信息传播的放大效应。  
**损失厌恶的心理放大。** 行为经济学中的“损失厌恶”理论，使得投资者对短期亏损的感受强度远超盈利。2020年熔断、2022年加息周期的下跌记忆仍在，导致11月20日的正常波动被过度解读为危



机前兆。但数据显示，近五年美股多次出现“恐慌指数飙升但市场快速修复”的情况，恐慌情绪的消退往往滞后于市场反弹。

**社交媒体的恐慌共振。**“崩盘预警”“紧急逃顶”等标题更易获得算法推荐，使得片面信息快速扩散形成“恐慌共振”。11月20日AI板块的调整被过度渲染为“泡沫破裂”，却忽略了英伟达等企业Blackwell芯片需求旺盛的基本面，以及机构对AI产业长期成长潜力的共识。

**专业信号的误读偏差。**巴菲特减持苹果股票被解读为“看空市场”，实则是正常的资产配置调整；顶级投行预警高估值风险，本质是常规风险提示，却被等同于“崩盘信号”。这种误读就像将医生“少吃甜食”的建议，曲解为“所有甜食都有毒”，忽视了专业判断的语境与前提。

## 四、理性应对：波动里藏机会，淡定是良策

既然崩盘是小概率事件，波动又是市场常态，普通人该怎么应对？

**区分资金属性，坚守闲钱投资。**投资需明确资金用途：三五年内无需动用的闲钱可配置权益资产，即便遭遇短期波动也能承受时间成本；养老钱、医疗钱等刚性支出则应规避高波动资产。1987年崩盘时，急于割肉的投资者错过了后续反弹，而长期持有优质标的者最终获得丰厚回报，这一规律在历次波动中均得到验证。

**多元资产配置，分散非系统性风险。**单一资产难以抵御短期震荡，而跨市场、跨品类的配置能有效平滑风险。高盛数据显示，在市场波动期，股债平衡组合、包含美股、A股、债券、黄金的多元配置，表现显著优于单一美股科技股。当前环境下，可通过配置消费、能源等抗周期板块，以及债券、黄金等避险资产，降低单一市场波动的冲击。

**聚焦核心价值，淡化短期波动。**短期波动不会改变优质企业的长期价值。当前科技巨头盈利扎实，AI产业仍处于“政策预期—初步验证”的发展初期，具备长期成长潜力。投资者应聚焦企业核心技术、盈利能力与行业格局，而非纠结于单日K线波动。就像11月20日的下跌中，有核心技术支撑的企业虽同步调整，但后续修复能力远强于缺乏基本面支撑的概念股。



中国银行私人银行  
CDB Private Banking

**警惕情绪干扰，拒绝追涨杀跌。**11月20日的波动显示，情绪与资金流动驱动的下跌通常较为短暂。

投资者应避免在恐慌中跟风抛售，也不应在上涨时盲目追高。香港银行业“投行+财富管理”的协同模式，正是通过把握长期机会、抵御短期波动，实现资产的稳健增值，这一思路值得普通投资者借鉴。

## 结语：涨跌本是寻常事，淡定方能成赢家

回到开头的问题，近期美股的波动到底要不要怕？答案很明确：怕波动是人之常情，但怕崩盘就是杞人忧天了。百年金融史证明，崩盘是“极端条件下的小概率事件”，需要“经济恶化+杠杆过高+监管缺失+突发事件”多重暴击才会发生。

最后送给大家一句老话：“风波乍起莫惊慌。”市场的波动从来都是常态，崩盘才是真正的稀有品。与其在恐慌中追涨杀跌，不如淡定持股待涨，毕竟笑到最后的，往往是那些能分清“波动”和“崩盘”的人。



## 重要事项及免责声明

本档经由中国建设银行(亚洲)有限公司（「中国建行投资研究部」）刊发，档的内容未经任何香港的金融监管机构审阅(包括香港证券及期货事务监察委员会),仅供参考之用。本档并不构成、亦无意作为、也不应被诠释为专业意见，或要约或建议投资于本档内所述之任何产品、服务、外汇、商品、证券或其他投资产品。

本档所载资料乃根据中国建行投资研究部认为可靠的资料来源而编制，惟该等资料来源未经独立核证。本档表达的预测及意见只作为一般的市场评论，并不构成投资意见或保证回报。该等预测及意见为中国建行投资研究部或撰写本档的（一位或多位）分析员于本档刊发时的意见，可作修改而毋须另行通知。本档并未就其中所载任何资料、预测或意见的公平性、准确性、时限性、完整性或正确性，以及任何该等预测或意见所依据的基准作出任何明文或暗示的保证、陈述、担保或承诺，任何情况下，中国建设银行(亚洲)有限公司概不就使用或依赖本档所载任何该等资料、预测或意见直接或间接引致的任何损失承担任何责任及义务。投资者须自行评估本档所载资料、预测及 / 或意见的相关性、准确性及充足性，并作出彼等为该等评估而认为必要或恰当的独立调查。

本档所述的投资可能并不适合所有投资者，且并未考虑各收件人的特定投资目标或经验、财政状况或其他需要。因此，本档并无就其中所述任何投资是否适合或切合任何个别人士的情况作出任何声明或推荐，亦不会就此承担任何责任。投资者须基于本身的投资目标、财政状况及特定需要而作出投资决定，并应有需要的情况下咨询独立专业顾问。投资者不应依赖本档作为专业意见之用。

投资涉及风险，投资者应注意投资的价值可升亦可跌，过往的表现不一定可以预示日后的表现。本档并非亦无意总览本片所述投资牵涉的任何或所有风险。投资者作出任何投资决定前，应细阅及了解有关该等投资的所有发售档，以及其中所载的风险披露声明及风险警告。

货币汇率受多种因素影响，包括国家及国际金融及经济条件、政治及自然事件的发生。有时正常市场力量会受中央银行或其他体系所干扰。有时汇率及有关的价目会骤升或骤跌。某些政府可能会在很少或没有警告的情况下加设外汇管制或其他货币政策。该等政策可能对某货币的可兑换性有重大影响。人民币现时并不可自由兑换，并受外汇管制和限制(可能随时受到非提前通知的变化)。您应事先考虑并了解人民币资金流动性对您造成的影响。如果您将人民币转换为其他货币，人民币汇率的波动可能会令您承受损失。在岸人民币和离岸人民币乃按照不同法规下运作,在不同的独立市场和流动资金池以不同的汇率进行交易，它们的汇率变动可能会明显地不同。

债券。买卖债券涉及流通及利率风险，未必百分百能够保证赚取利润，反而可能招致损失。如果债券发行机构出现信贷或失责事件，客户有该机构未能如期向客户缴付利息或本金的风险。投资于新兴市场债券涉及特别考虑及较高风险，例如较大的价格波动、较不完善的监管及法律架构、经济、社会及政治的不稳定等。

证券买卖。买卖证券很可能会招致损失而不是一定获利。

证券孖展买卖。倘若客户在本行保持一个孖展账户，透过存入抵押品融资作交易的损失风险是重大的。客户遭受的损失可能会大于客户存于本行作为抵押品的现金及任何其他资产。市场状况可能令客户不可能行使或有指令，例如「止蚀」或「止限」指令。客户可能收到短期通知，须存入额外孖展或利息付款。倘若所须的孖展或利息付款未能在指定时间内作出，客户的证券抵押品可被清算而毋须客户同意。此外，客户对在客户账户中产生的任何不足的款项及对客户账户收取的利息，仍须承担法律责任。客户因此应慎重考虑因应客户本身的财政状况及投资目标，有关财务安排是否适合。

虚拟资产。一般而言，虚拟资产价格极为波动，没有内在价值，也没有任何政府、银行或实物担保，而且涉及一系列不同的风险。虚拟资产属高风险产品，不是每个人都适合参与投资。投资者应小心考虑自己的风险承受能力，以及是否了解虚拟资产的特性及风险。若未能完全理解虚拟资产或未能承受潜在亏损，便不应投资于这些资产。

编制本档的研究分析员证实，在本档表达的意见准确反映彼（彼等）研究分析员的个人意见，而彼（彼等）的薪酬的任何部分过往不曾、现在及将来亦不会与本档所载的特定推荐或意见直接或间接挂钩。

透过任何途径或以任何方式再次派发或改编本档或其中任何部分，均在严禁之列。本档无意向派发本档即触犯法例或规例的司法权区或国家的任何人士或实体派发，亦无意供该等人士或实体使用。在事前未得中国建设银行(亚洲)有限公司以书面方式表示批准的情况下，不得以任何方式或以任何途径（包括电子、机械、复印、录影或其他形式）复制或传送本档各部分或将本档各部分储存于可予检索的系统。

中国建设银行(亚洲)股份有限公司为一间受香港金融管理局规管之持牌银行，及证券及期货条例下的注册机构（中央编号：AAC155），从事第一类（证券交易）及第四类（就证券提供意见）的受规管活动。本文件的数据并不构成买卖任何虚拟资产的建议或要约，也不构成任何预测未来可能发生的任何虚拟资产的价格变动。本文件由中国建设银行(亚洲)股份有限公司发行，并未经证监会或香港任何其他监管机构审阅。本文并非独立投资研究报告。