



中國建設銀行(亞洲)首席投資策略官辦公室研究通訊

2025 年 11 月 21 日

【風波乍起莫驚惶——簡析海外市場歷史上的大崩盤】

11 月 20 日的美股市場再度上演“過山車”行情：納指高開低走日內大跌 4.7%，創下 4 月以來最大單日跌幅，VIX 恐慌指數飆升至 26.4 的 7 個月高點，科技板塊領跌，英偉達等巨頭由漲轉跌，日內波幅達 7%。社交媒體上“崩盤預警”再度刷屏，有人因短期帳戶縮水匆忙清倉，也有投資者將這場無明確宏觀驅動的波動等同於危機前兆。但回溯百年金融史，真正的大崩盤出現的概率堪比“百年一遇大洪水”，而當前市場的短期震盪，本質仍是資金流動與情緒波動引發的調整，二者有著本質區別。

一、先辨真偽：波動是日常，崩盤是極端

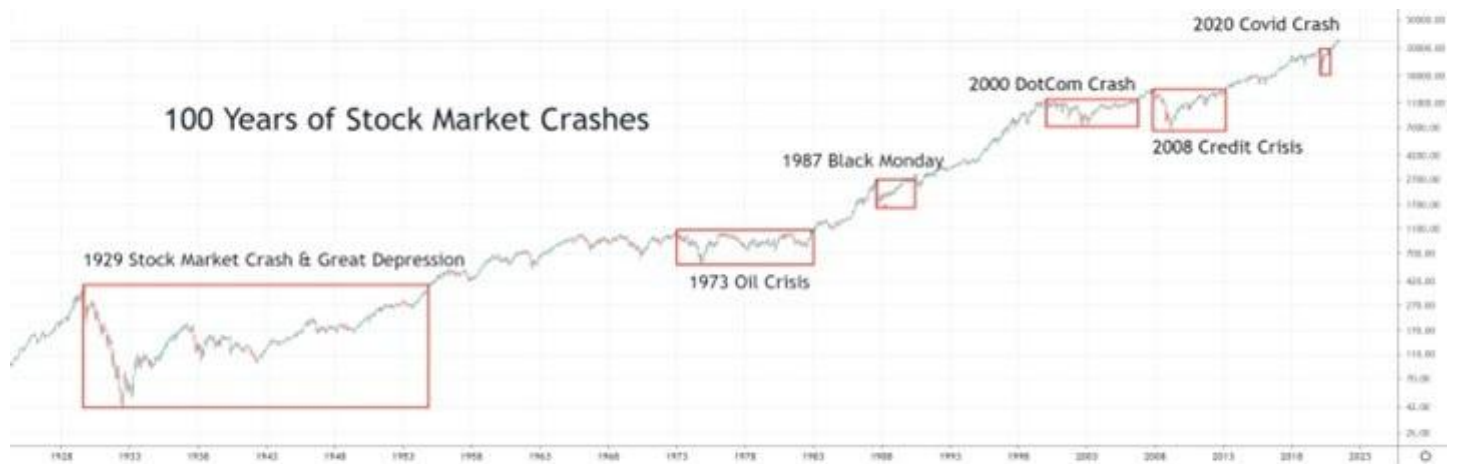
市場波動與股市崩盤的核心差異，在於是否引發系統性風險。前者是市場價格圍繞價值的正常波動，後者則是足以導致金融體系休克的顛覆性危機，需滿足“單日或數日累計跌幅超 20%、伴隨恐慌性拋售、流動性枯竭”的核心標準。

截至 2025 年 11 月 21 日，標普 500 指數單月已有 12 個交易日漲跌超 1%，納斯達克成分股單日市值波動超千億美元的情況達 119 次，較去年同期增加 35 次。而 11 月 20 日的波動更具典型性：納斯達克指日內振幅超 7%，但下跌過程“絲滑無斷崖”，無明顯恐慌性拋售特徵，更符合流動性調整的敘事。宏觀層面缺乏強驅動因素，聯儲理事 Cook 的相關表態屬常規風險提示，美債與匯率波動也未同步放大，更多源于 CTA 基金平倉傳聞、期權行權日資金調整等短期流動因素，與崩盤所需的“多重危機共振”相去甚遠。

常規波動多因短期政策調整、資金進出等因素引發，持續時間短且無系統性影響；而崩盤往往是多重危機共振的結果，對金融體系的衝擊具有顛覆性。



圖 1：美股百年重大崩盤及恢復期（以道瓊斯指數為例）



来源：Polymarket.com。

美股百年歷史上，真正符合崩盤標準的事件僅 5 次，平均二十年一次：1929 年大蕭條道指暴跌 89%，經過 25 年才恢復原水準；1987 年“黑色星期一”道指單日跌 22.6%；2000 年互聯網泡沫破裂納指跌 78%；2008 年金融危機標普 500 跌 57%；2020 年新冠衝擊 10 天 4 次熔断。

5 次崩盤均是“**杠杆過高+監管缺失+經濟惡化+突發事件**”的多重暴擊湊齊才發生的。1929 年是全民加杠杆炒股、銀行沒有存款保險、貿易保護主義抬頭三重暴擊；2008 年是次貸泡沫、金融衍生品濫用、監管缺失共同引爆危機。這些都是“系統性潰敗”，而不是單一因素引發短期震盪。

反觀近期美股的波動，多數源於估值分歧與短期資金流動，無任何系統性風險信號。近期的具體因素而言，包括了美聯儲政策搖擺、美國政府停擺導致的流動性緊張、以及對 AI 板塊估值的分歧。這些問題就像家裡的水管漏水，修修就能解決，犯不上擔心整棟樓倒塌。從估值數據看，當前標普 500 PE 為 22.8 倍，雖高於歷史中樞，但遠低於互聯網泡沫時期 58.1 倍的峰值，且科技巨頭 ROE 與利潤率均顯著優於當年，估值溢價有基本面支撐。這種“有盈利支撐的短期波動”，與崩盤前“無基本面支撐的泡沫破裂”有著本質區別。

二、回望歷史：大牛市之後的大崩盤多嗎？

事實上，耶魯大學的 Goetzmann 在 2015 年的論文“Bubble Investing: Learning from History”中回顧了過去 100 多年的 20 多個國家的股市數據，發現真正意義上的“泡沫”（先大漲、再大跌）極



為罕見。我們對泡沫的定義簡潔明確：股價經歷“大牛市”後出現“崩盤”，且通過兩類量化標準分別界定大牛市與崩盤的具體情形。

對於“大牛市”（Boom），採用兩類判定標準：一是單年實際回報超過 100%；二是連續三年累計實際回報超過 100%。相應地，“崩盤”（Crash）的界定同樣包含兩種情形：一是繁榮結束後一年內股價跌幅超過 50%；二是繁榮結束後五年內股價累計跌幅超過 50%。

基於這一定義框架，通過對市場數據的統計分析，得出以下兩項核心發現。

發現 1：“單年翻倍”後的“崩盤”，並非大概率事件。在涵蓋 3514 個市場年度的樣本中，僅出現 58 例“單年實際回報翻倍”的繁榮情形，占比僅 1.7%，足見此類短期大幅上漲的稀缺性。從後續表現來看，這些單年翻倍的事件中，第二年既出現 4 例“再次翻倍”的持續上漲情況，也有 4 例出現“腰斬”（跌幅超 50%）的崩盤情形，兩種極端結果的條件概率均為 6.9%，呈現出明顯的對稱性。若將觀察視窗拉長至繁榮後的 5 年，“腰斬”的概率雖提升至 17.1%，但“再次翻倍”的概率更高達 22.4%。**這一數據充分體現了高波動市場中極端結果的對稱性特徵，而非“大牛市之後必然崩盤”的宿命論結論。**

發現 2：“三年累計翻倍”後，崩盤概率進一步降低。若將“大牛市”標準以“連續三年累計實際回報超過 100%”為參照，則其後續崩盤的概率則更為溫和。數據顯示，這類“三年累計翻倍”的繁榮事件中，一年內出現崩盤的概率僅為 4.6%，五年內累計崩盤的概率也僅 9.8%，這一水準與未經歷大幅上漲市場的無條件大跌概率基本持平，說明長期穩健上漲後的市場並未呈現更高的崩盤風險。在 346 個“三年累計翻倍”的繁榮事件中，其後續五年的表現可分為兩類典型情形：一類是“繁榮後持續上漲”，即後續五年內股價再次翻倍，構成了“上漲之後仍能延續趨勢”的歷史實例；另一類是滿足“泡沫崩盤”標準的情形。**這一統計結果清晰表明，像美國大蕭條、互聯網泡沫破裂這類“繁榮後崩盤”的極端案例，在歷史數據中實則屬於小概率事件，而非市場運行的必然結果。**

將股市比作交通工具，崩盤是車毀人亡的重大事故，需“車況差+路況糟+操作錯”同時發生。梳理美股歷次崩盤的軌跡與恢復情況可見，市場的“自愈能力”和“防護機制”在不斷進化。早期崩盤不僅跌幅深，恢復週期長達十餘年；而近年來危機中，得益于干預機制完善，回血速度顯著加快。



圖 2：美股百年重大崩盤及恢復期（以道瓊斯指數為例）

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	2.74	Belgium	1941	0.99	0.88	0.67	0.64	0.36
Austria	1956	0.82	0.86	1.23	1.73	2.70	Egypt	1997	0.68	1.23	0.67	0.37	0.35
Austria	1985	1.21	1.14	1.18	2.51	2.68	Argentina	1955	0.86	0.58	0.64	0.33	0.33
Colombia	1987	0.79	0.70	0.77	2.25	2.66	Norway	1973	0.53	0.42	0.46	0.34	0.33
Japan	1956	0.88	1.30	1.73	2.81	2.66	Mexico	1979	0.80	0.36	0.14	0.21	0.20
Germany	1952	1.25	2.30	2.67	2.44	2.62	France	1941	0.52	0.88	0.99	0.90	0.20
Japan	1953	1.01	1.47	2.00	1.76	2.61	Belgium	1942	0.88	0.67	0.64	0.36	0.19
China	2005	1.94	3.13	1.47	2.47	2.60	Pakistan	1993	0.82	0.61	0.39	0.48	0.19
Peru	1992	1.86	2.56	2.07	2.14	2.51	Brazil	1985	0.64	0.21	0.39	0.44	0.13
Chile	2005	1.26	1.53	0.96	1.74	2.46	Greece	2006	1.29	0.43	0.52	0.28	0.10
India	2004	1.35	2.02	3.45	1.21	2.42	Portugal	1973	0.65	0.55	0.45	0.34	0.08
Brazil	2005	1.41	2.46	1.04	2.31	2.40	Poland	1938	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01

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

三、認知陷阱：為何我們總怕“天塌下來”

11月20日的波動中，VIX指數單日飆升超11%，但隨後快速回落至20.14，這種“情緒波動遠超指數波動”的現象，根源在於投資者的認知偏差與資訊傳播的放大效應。

損失厭惡的心理放大。行為經濟學中的“損失厭惡”理論，使得投資者對短期虧損的感受強度遠超盈利。2020年熔断、2022年加息週期的下跌記憶仍在，導致11月20日的正常波動被過度解讀為危



機前兆。但數據顯示，近五年美股多次出現“恐慌指數飆升但市場快速修復”的情況，恐慌情緒的消退往往滯後於市場反彈。

社交媒體的恐慌共振。“崩盤預警”“緊急逃頂”等標題更易獲得演算法推薦，使得片面資訊快速擴散形成“恐慌共振”。11月20日AI板塊的調整被過度渲染為“泡沫破裂”，卻忽略了英偉達等企業Blackwell晶片需求旺盛的基本面，以及機構對AI產業長期成長潛力的共識。

專業信號的誤讀偏差。巴菲特減持蘋果股票被解讀為“看空市場”，實則是正常的資產配置調整；頂級投行預警高估值風險，本質是常規風險提示，卻被等同於“崩盤信號”。這種誤讀就像將醫生“少吃甜食”的建議，曲解為“所有甜食都有毒”，忽視了專業判斷的語境與前提。

四、理性應對：波動裡藏機會，淡定是良策

既然崩盤是小概率事件，波動又是市場常態，普通人該怎麼應對？

區分資金屬性，堅守閒錢投資。投資需明確資金用途：三五年內無需動用的閒錢可配置權益資產，即便遭遇短期波動也能承受時間成本；養老錢、醫療錢等剛性支出則應規避高波動資產。1987年崩盤時，急於割肉的投資者錯過了後續反彈，而長期持有優質標的者最終獲得豐厚回報，這一規律在歷次波動中均得到驗證。

多元資產配置，分散非系統性風險。單一資產難以抵禦短期震盪，而跨市場、跨品類的配置能有效平滑風險。高盛數據顯示，在市場波動期，股債平衡組合、包含美股、A股、債券、黃金的多元配置，表現顯著優於單一美股科技股。當前環境下，可通過配置消費、能源等抗週期板塊，以及債券、黃金等避險資產，降低單一市場波動的衝擊。

聚焦核心價值，淡化短期波動。短期波動不會改變優質企業的長期價值。當前科技巨頭盈利扎實，AI產業仍處於“政策預期—初步驗證”的發展初期，具備長期成長潛力。投資者應聚焦企業核心技術、盈利能力與行業格局，而非糾結於單日K線波動。就像11月20日的下跌中，有核心技術支撐的企業雖同步調整，但後續修復能力遠強於缺乏基本面支撐的概念股。



警惕情緒干擾，拒絕追漲殺跌。11月20日的波動顯示，情緒與資金流動驅動的下跌通常較為短暫。投資者應避免在恐慌中跟風拋售，也不應在上漲時盲目追高。香港銀行業“投行+財富管理”的協同模式，正是通過把握長期機會、抵禦短期波動，實現資產的穩健增值，這一思路值得普通投資者借鑒。

結語：漲跌本是尋常事，淡定方能成贏家

回到開頭的問題，近期美股的波動到底要不要怕？答案很明確：怕波動是人之常情，但怕崩盤就是杞人憂天了。百年金融史證明，崩盤是“極端條件下的小概率事件”，需要“經濟惡化+杠杆過高+監管缺失+突發事件”多重暴擊才會發生。

最後送給大家一句老話：“風波乍起莫驚慌。”市場的波動從來都是常態，崩盤才是真正的稀有品。與其在恐慌中追漲殺跌，不如淡定持股待漲，畢竟笑到最後的，往往是那些能分清楚“波動”和“崩盤”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。