



## 第六章

这次是否真的不一样？

——国际金融危机史回顾



# 分享内容



- 一、股市的有趣理论
- 二、金融危机理论概述
- 三、金融危机简单回顾



## 导 言

---

人的一生中有两段时间不适合投机，一是他有钱的时候，二是他没钱的时候。

——马克·吐温



## 导 言

---

有钱的人，可以投机；

钱少的人，不可以投机；

根本没钱的人，必须投机。

——安德烈·科斯托兰尼



# 导 言

---

贪婪不好听，  
却是好东西。

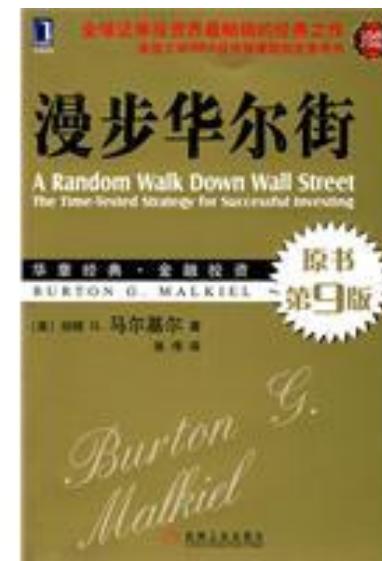
——戈登

1987年电影《华尔街》台词，借股票炒手戈登的话道出华尔街的一个基本法则。



# 导言

## 好书推荐：五十年投资经典书





# 导言：有趣的股市理论

## 一、内在价值理论

股票的**内在价值**是指由股份公司基本面所决定的本身所固有的价值。股票的内在价值是股票本身所固有的东西，股票的价格受到许多因素的干扰和影响。根据经济学理论，股票的价格会围绕着价值上下波动。

**内在价值决定论**认为：股票有其**内在价值**，这一内在价值决定了股价。



# 导言：有趣的股市理论

股票内在价值的计算方法模型主要有：

- A.现金流贴现模型；
- B.内部收益率模型；
- C.零增长模型；
- D.不变增长模型；
- E.市盈率估价模型。



# 导言：有趣的股市理论

**股票内在价值的普通计算模型：**

$$V = \frac{\sum_{t=1}^{\infty} d_t}{(1 + k)^t}$$

V表示股票内在价值； $d_t$  表示第t年的现金流  
入；k表示贴现率。



# 导言：有趣的股市理论

“宁肯要模糊的正确，也不要精确的错误”  
(巴菲特)，体现在公式里就是两个因子的不确定。

对于 $dt$ 和 $k$ 的选取，如何做到模糊的正确，是问题的核心所在。



# 导言：有趣的股市理论

## 二、“主人与狗”的理论

**德国股神安德烈.科斯托兰尼的投资理论认为：  
经济和股市的关系就象主人与狗一样，狗永远  
跑在主人的前面，但他离开主人有一段距离的  
时候，又会跑回来找它的主人。**



# 导言：有趣的股市理论

完整表述：一个人在街上散步，旁边的是他的狗。狗跑到前面，但一会儿就跑回到主人身边。然后，它又跑到前面，看到自己跑得太远了，就又跑回来了，一直是这样。最后，他们两个到达了同一目的地。**当人慢悠悠地走了一公里时，狗却跑来跑去跑了有四公里。这个人就是经济，而狗是股市。从长远看，经济和股市是朝着相同的方向发展的，但在发展过程中，这两者却可能有着完全相反的方向。**



# 导言：有趣的股市理论

德国股神安德烈·科斯托兰尼还有以下经典的话：

**投机者和酒鬼的比较：**酒鬼在**大醉之后**，第二天难受之时总会下决心，再也不碰酒杯了，但在下午他又喝了一杯酒。接着他又一杯接一杯地喝，**到午夜时**，他又和前一日一样酩酊大醉了。



# 导言：有趣的股市理论

- 大多数情况下，我去交易所是因为在那里所能够遇到的傻瓜比其他任何地方都要多。并不是我在傻瓜身上能发现什么乐子，而是为了做与傻瓜们的行为恰恰相反的事情。
- 看看你的周围，这里所有的东西取决于一件事物：就是看傻帽比股票多还是股票比傻帽多。
- 股市的氧气流——钱！钱！！钱！！！



# 导言：有趣的股市理论

## 三、忘掉市场理论

格雷厄姆是一名非常谨慎的投资者，他在股票投资中始终将资金的安全性放在第一位，无论如何也不能将老本亏掉，所以他不同意“冒最大的风险，赚最大的利益”这种激进的投资方式。



# 导言：有趣的股市理论

真正的投资者应该是普通的、理智的、能耐心地在股市中等待和寻找机会，如果一年所赚取的利润能达到社会平均利润率的2~3倍就足够了，这样，投资者的本钱就能在10年内翻上两番，20年内翻上四番。



# 导言：有趣的股市理论

在股票投资中，为了回避风险，确保资金的增值，格拉罕姆非常重视股票的内在质量，他首创了关于**判断股票内在价值的七条标准**，这就是：（1）企业应有适度的规模；（2）财务地位较为稳固；（3）业绩稳定；（4）有连续保持支付股息的记录；（5）利润逐年增长；（6）适当的市盈率；（7）股票价格与其净资产的含量恰当。



# 导言：有趣的股市理论

在股票投资中，格雷厄姆有一条著名的准则，这就是忘掉市场。他认为股市的涨涨跌跌是非常平常的事情，但投资者不能因为股票价格的波动而害怕套牢，从而丧失了挑选绩优股的机会，这在股票投资中是极不明智的。而股价的不正常波动恰好为投资者创造了低吸高抛的绝好良机。



# 导言：有趣的股市理论

和他提出的理论相一致，格拉罕姆在具体的  
投资实务中极为谨慎。他非常重视股票的内在  
价值，而为了避免风险，他从来就不买成长股，  
而只在市场上寻找稳健适中、发展平慢的优质  
股票。买进股票后，他就忘掉短期的套牢、下  
跌等字眼，而十分关注每年的股息收入及公司  
的发展趋势。他所期望的也就是每年能带来  
20~30%的盈利。经过利生利、息生息，在格  
雷厄姆退休时，他已成为一名百万富翁。



# 导言：有趣的股市理论

## 四、选美理论

“选美理论”是凯恩斯（John Maynard Keynes）在研究不确定性时提出的，他总结了自己在金融市场投资的诀窍时，以形象化的语言描述了他的投资理论，那就是金融投资如同选美。

诀窍就是要精准大家的选美倾向和投票行为。



## 导言：有趣的股市理论

再回到金融市场投资问题上，不论是炒股票、炒期货，还是买基金、买债券，不要去买自己认为能够赚钱的金融品种，而是要买大家普遍认为能够赚钱的品种，哪怕那个品种根本不值钱，这道理同猜中选美冠军就能够得奖是一模一样的。

把凯恩斯的选美的思维方式应用于股票市场，那么投机行为就是建立在对大众心理的猜测上。



# 导言：有趣的股市理论

## 五、最大笨蛋理论

马尔基尔 (Burton G.Malkiel) 把凯恩斯的这一看法归纳为**最大笨蛋理论**：你之所以完全不管某个东西的真实价值，即使它一文不值，你也愿意花高价买，是因为你**预期有一个更大的笨蛋，会花更高的价格，从你那儿把它买走。**



## 导言：有趣的股市理论

投机行为的关键是判断有无比自己更大的笨蛋，只要自己不是最大的笨蛋就是赢多输少的问题。如果再也找不到愿出更高价格的更大笨蛋把它从你那儿买走，那你就是最大的笨蛋。

“大傻瓜”理论告诉我们：在泡沫中，人们相信最后一个傻瓜才是真的傻瓜，自己不是。但是，最后一个大傻瓜肯定会出现，可能是你，也可能是我，可能是我们中的任何一个人。



# 导言：有趣的股市理论

---

## 六、空中楼阁理论

空中楼阁理论的倡导者是约翰·梅纳德·凯恩斯，他认为股票价值虽然在理论上取决于其未来收益，但由于进行长期预期相当困难和不准确，故投资大众应把长期预期划分为一连串的短期预期。



## 导言：有趣的股市理论

而一般大众在预测未来时都遵守一条成规：  
除非有特殊理由预测未来会有改变，否则即假定现状将无定期继续下去。

基于上述分析，凯恩斯认为，“股票价格乃代表股票市场的平均预期，循此成规所得的股票价格，只是一群无知无识群众心理之产物，当群意骤变时，股价自然就会剧烈波动”。



# 导言：有趣的股价理论

## 七、裙摆理论

所谓裙摆理论，就是指在经济的繁荣程度和女性的裙摆长度成反比例关系。

简单通俗的说就是：经济繁荣时代，女性的裙摆会越来越短；经济一旦进入衰退，短裙则随之变成长裙。

(例证：美国1900、1929年之前、1930、2004；中国找不到例证)



## 导言：有趣的股价理论

美国人埃拉·考伯雷 (Hemline Index) 进一步提出 “**裙摆指数**”：女性裙摆越长，股市就越低迷；相反，女性的裙子越短，资本市场则越出现昂扬的牛市趋势。

在很长一段时间里这种对应关系还真存在（如**美国1987年的股市表现**）；不过在股市剧烈波动的时候，“裙摆跟不上股市的变化”（《华尔街》）。



# 导言：有趣的股价理论

## 八、飞镖理论（猩猩理论）

即**随机漫步理论(Random Walk Theory)**。  
该理论认为：证券价格的波动是随机的，像一个在广场上行走的人一样，**价格的下一步将走向哪里，是没有规律的**。证券市场中，价格的走向受到多方面因素的影响。一件不起眼的小事也可能对市场产生巨大的影响。从长时间的价格走势图上也可以看出，**价格的上下起伏的机会差不多是均等的**。



# 导言：有趣的股价理论

随机漫步理论指出，股票市场内有成千上万的精明人士，每一个人都懂得分析，而且资料流入市场都是公开的，所有人都可以知道，并无什么秘密可言。因此，股票现在的价格就已经反映了供求关系，或者离本身价值不会太远。



## 导言：有趣的股价理论

现时股票的市价根本已经代表了千万精明人士的看法，构成了一个合理价位。市价会围绕着内在价值而上下波动。这些波动却是随意而没有任何轨迹可循的。

股价变动基本上是有随机的说法的真正涵义是，没有什么单方能够战胜股市，股价早就反映一切了，而且股价不会有系统地变动。天真的选股方法，如对着报纸的股票板丢掷飞镖，也照样可以选出战胜市场的投资组合。



# 导言：有趣的股价理论

## 九、拇指定律

**拇指规则(RULE OF THUMB)**，中文又译为“**大拇指规则**”，又叫“**经验法则**”，是一种可用于许多情况的**简单的，经验性的，探索性的但不是很准确的原则**。

管理学，经济学和教育学中经常把“**拇指规则**”引申为一种试探法、经验法、启发法(**heuristics**)。



# 导言：有趣的股价理论

Rule of thumb在经济学中的解释是：

经济决策者对信息的处理方式不是按照理性预期的方式，把所有获得的信息都引入到决策模型中，他们往往遵循的是：只考虑重要信息，而忽略掉其他信息。否则信息成本无限高。



# 第一节 金融危机理论简述

## 一、金融危机的含义

- 《新帕尔格雷夫经济学大辞典》将金融危机定义为“**全部或部分金融指标——短期利率、资产(证券、房地产、土地)价格、商业破产数和金融机构倒闭数——的急剧、短暂的和超周期的恶化**”。



# 第一节 金融危机理论简述

## 二、金融危机的种类

根据IMF在《世界经济展望1998》中的分类，金融危机大致可以分为以下四大类：

- 货币危机(Currency Crises)
- 银行业危机(Banking Crises)
- 外债危机(Foreign Debt Crises)
- 全面危机(Systematic Financial Crises)



# 第一节 金融危机理论简述

## 外债危机补充资料：

- **主权债务是指一国以自己的主权为担保向外，不管是向国际货币基金组织还是向世界银行，还是像其它国家借来的债务。**
- **主权债务危机是指在国际借贷领域中大量负债，超过了借款者自身的清偿能力，造成无力还债或必须延期还债的现象。**



# 第一节 金融危机理论简述

·主权债务危机的本质是高赤字之下的主权信用危机。现在很多国家随着救市规模不断扩大，债务比重也在大幅度的增加，很多国家可能面临无法偿还未来的风险。当这个危机爆发到一定阶段的时候，可能会出现一国不能偿付其国家债务时的主权违约。



## 第二节 历史上几大金融危机的回顾

### 一、危机历史简单回顾：基于800年历史的视角

莱因哈特、罗格夫（2010）指出，在各类危机中，其中有两种危机最普遍：主权债务危机和银行危机。两种危机都有几个世纪的历史，并且跨越多个地区。在这两种危机中，主权债务危机历史更长。发达经济体，主权债务危机曾经十分常见；与此相比，银行危机则一视同仁，它们是机会均等的威胁，无论是发达国家还是发展中国家，都会受到冲击。



## 第二节 历史上几大金融危机的回顾

### 二、世界几大危机回顾：近400年以来的国际金融危机史

自1637年荷兰郁金香泡沫破灭以来，先后发生了几次比较重大的金融危机。

(一) 1637年郁金香狂热

(二) 1719年法国密西西比泡沫

(三) 1720年南海泡沫



## 第二节 历史上几大金融危机的回顾

---

(四) 1837年经济大恐慌

(五) 1907年银行危机

(六) 1929年股市大崩溃

(七) 1987年黑色星期一

(八) 1994年墨西哥金融危机

(九) 1997年东南亚金融危机



## 第二节 历史上几大金融危机的回顾

### (十) 次贷危机、欧债危机与美债危机

视频：

华尔街风云：华尔街金融危机是如何  
酿成的（李小加）

华尔街金融危机的根源（许小年）



## 第二节 历史上几大金融危机的回顾

三、案例分析：始于2007年的全球金融危机，这次是否不一样？





## 第二节 历史上几大金融危机的回顾

三、案例分析：始于2007年的全球金融危机，这次是否不一样？

四、总结

在回顾历次重大金融危机的基础上，我们认为可以按照危机的**发源对象**分为“典型性金融危机”与“非典型性金融危机”。



## 第二节 历史上几大金融危机的回顾

“典型性金融危机”的特点是：**一般起源于当时的中心国家（至少是实力雄厚的发达国家）；其造成的影响是世界的，外国国家与其他发达国家一样受损；其根源可能是世界经济体系或世界金融体系造成的，当然也有人性的缺点。**

“典型性金融危机”的代表是**2008年全球金融危机**。



## 第二节 历史上几大金融危机的回顾

“非典型性金融危机”的特点是：一般起源于当时的**外围国家**；其造成的影响一般是**区域性的**的，远离风暴中心的**发达国家**一般不会受损或**受损程度小**；其本质可能是**世界经济体系**其**发展中国家**自身经济结构或制度原因造成的，当然也有人性的缺点、或者是投机者的冲击。

“非典型性金融危机”的代表是**1997年亚洲金融危机**。



## 第二节 历史上几大金融危机的回顾

历史不会简单重复，但是有时会惊人的相似。  
过去、现在和未来，危机的本质都与人性弱点、  
市场缺陷、金融经济对实体经济的脱离有关，  
危机表现的破坏力也有相似性，从这一点看，  
危机是相同的。

而随着国际经济金融秩序的调整，危机成因、  
影响都可能会出现新的表现形式，从这一点看，  
历次危机又是不一样的，“各有各的不同”。