

复盘系列

1/5、一个标准的重大金融危机范式

由次级危机发展而来的2008年金融危机，从“不引人注意的风险”到“大事不妙”，从“事态升级”到“应对升级”，从“危机看似被控制”到“黑天鹅事件”，是一个标准的重大金融危机范式。

关于2008年金融危机

的著作和影视作品可谓汗牛充栋，本文的复盘着重于美股投资者对事件一步步升级时的反应，同样会使用上帝视角与身处其中两种视角的切换。

从时间上说，这次危机历时近两年，横跨了一个牛市的尾巴和一段完整的熊市，它的大部分时间，投资者都在“危机已经结束了吗”和“危机还没有结束吗”之间徘徊，真正的崩溃只有两个月。

它显现的是复杂系统的通病

，还有矛盾人性的印证

，相信这样的危机范式，未来还会在我们身边一次次重演，这也是此类复盘的意义所在。

2/5、过去的经验不可靠

按照股市

对危机的反应模式

，我把2008年的金融危机分为三个

阶段：次贷危机阶段、金融危机阶段和黑天鹅阶段

，这三个阶段分别代表了重大金融危机的某一个特点。

2007年4月2日是

“次贷危机”的起点，这一天，全

美第二大次级贷

抵押机构新世纪金融公司申请破产保护，但此事前后，纳指连涨六个交易日，丝毫没有受影响，此后三个月，纳指又上涨了11%。

如果市场是有效的，为什么它对这一事件毫无反应呢？

从宏观上说，此时正处于一轮牛市中，失业率维持在低位，经济强劲增长，Q1上市公司业绩普遍超预期。

虽然次级债及其衍生金融产品，在2007年前已经是投资热点了，但对于大部分投资者而言，这仍然是一个非主流产品，认为“它出了问题，跟我有什么关系”，也不认为它可以对股市产生大的影响。

关于次贷危机的形成原因，我之前在《我们能够避免下一次危机吗？》一文有详细的解释，次级贷款本身的规模并不大，所以投资者不在意也是正常反应。但从次级贷款到次级债，再到CDO、CDO的CDO，再到CDS，相当于一个病毒的产品，被多次打包到正常的金融产品中，从而让大规模金融产品“带毒”，这个特征，一开始并没有被足够重视。

7月10日，标普降低了次级抵押贷款

债券评级，债券评级的降低，通常会带来相关金融产品价格的暴跌，终于引起了更多投资者的关注，让纳指当天跌了1.16%，并引发了全球金融市场的一波下跌，不过上面的图看不出，因为第二天就涨回去了。

直到10天后，贝尔斯登旗下两只对冲基金

净值跌到零，其持有者包括了高盛、美林、摩根大通等大金融机构，此后，又有多支产品爆雷，更多的金融机构发现了“带毒资产”，甚至包括远在太平洋彼岸的工商银行。

这就是重大金融危机的投资者

反应的范式之一：

从“这件事跟我有什么关系”，到终于发现“看上去麻烦还不小”。

总结经验，是人们应对未来的有效

武器，但塔勒布

认为黑天鹅事件的特点是“在通常的预期之外，过去没有任何能够确定它发生的可能性的证据”，所以越是重大的危机，越无法从历史经验中得到预测。

当然，确实有一小部

分投资者认识到次级债的危险，在《大空头

》里，对冲基金经理迈克尔·巴里第一

个做空

房贷市场，建立了基于次级债的CDS，这类产品后来被金融机构广泛持有。

CDS相当于金融机

构为自己持有的次级债“买保险”，

说明

他们心中大感不妙，但又主观地觉得问题可控，只需要降低风险敞口就行了。

这些投

资者的反应仍

然是“过去的”，这种看似

谨慎、实际乐观的情绪

，反而验证了黑天鹅事件“过去的经验不可靠”的特点。

这种反应也与当时的牛市氛围有关，牛市中，大部分利空往往带来的都是逢低加仓的机会——残暴的欢愉，终将以残暴终结。

市场终于引来一波像样的调整，进入危机的第二阶段——金融危机阶段。

3/5、为什么要用纳税人的钱救银行家？

随着越来越多的金融机构卷入“次贷危机”，市场对有毒产品的估计也越来越接近实际情况，股市出现了一波超过10%的调整，并回吐了年初以来的全部涨幅。由于资金回流，亚洲及新兴市场的跌幅更大，就连A股也跟着连跌两天。

投资者对于某事的担心一定会在股票上体现，股价的下跌正是在化解利空的冲击，投资者的信心也在股票上体现，股价的上涨正是在兑现这一信心。接下来的宽幅震荡趋势，正是“对危机的担心”与“对危机应对的信心”的博弈。

在危机事件中，投资者的最大信心往往来源于政府的“救市行动”。

8月17日，美联储

临时降低贴现利率，意味着政府进入“救市模式”，到月底，累计向金融系统注资上千亿美元，以防次贷危机恶化，并于9月的议息会议上，结束了长达4年的加息周期，进入新一轮降息周期。

布什政府提出将向受到次贷危机冲击的借款人提供贷款担保，从而避免丧失房屋产权，美国财政部帮助各大金融机构成立一支价值1000亿美元的基金，用以

购买陷入危机的抵押证券。

一套“组合拳”打下来，结果股市刚出ICU就进KTV，两个月最大涨幅20%，不但收服失地，还屡创新高。

但危机并没有因此消除，风暴中心的美国楼市，指标全面恶化，成屋销售连续多个月大幅下滑，库存大增，信贷违约现象加剧，逾期还款率升至2001年以来最高。

房屋抵押贷款作为这些金融产品的底层资产，其恶化每拖延一天，就意味着有更多原本认为是正常的金融产品出现“病变”，而市场的认知还停留在之前，这就是危机发生时，大家都会低估其危险性的原因。

金融产品建立在信心的基础上，如果大家失去了信心，资产的下跌将促使房价的进一步下降，房价的下降导致更多人无法偿付抵押贷款，又进一步导致相关金融产品的“爆雷”，形成恶性循环。

到了2008年，市场终于丧失了牛市的热情，从11月一直跌到次年3月，以第五大投资银行贝尔斯登公司濒临破产为这一阶段危机的最高点。

危机升级的同时，政府的救市也开始升级：美联储几乎每个月降一次利率，节奏也从每次25个基点加大到75个基点；布什政府终于利用危机氛围，让国会通过了一揽子经济刺激法案，大幅退税，刺激消费，避免经济陷入衰退。

危机与应对危机的较量中，大部分人还是相信美联储的货币政策和政府的工具箱。

市场情绪的扭转，是美联储力促贝尔斯登公司被摩根大通收购，避免了300亿

美元金融资产的爆雷，市场于是进入了B浪反弹。

接下来，更大的“两房危机”发生了。两房指房利美和房地美两大公司，主要业务就是购买银行的房屋抵押贷款，然后打包成MBS、CDO等衍生产品销售给机构投资者，所以早晚会危及“两房”。

但市场并未恐慌，因为两房本身就是肩负“人人有房”使命的“政府赞助企业”，政府也几乎没有什么悬念地从收购“两房”的金融产品，到全面接管“两房”——这充分说明危机的影响并不取决于危机本身，而是投资者的预期。

到此为止，B浪反弹已接近半年，但数浪是标准的“后视镜”，事发时有无数种数法，站在当时，从形态上看是一个标准的双底，跌幅上看，最大跌幅25%，历时9个月。

9个月跌25%是什么概念呢？以本轮下跌为例，美股最大跌幅是25%，历时6个月，A股最大跌幅是26%，历时5个月，所以，投资者完全可以理解为一轮完整的熊市，已经体现了全部的利空。

从事件性逻辑看，“两房”是次级债的源头，最大的火药库，“两房”被接管，是不是可以认为危机的最高潮已经结束了呢？

从宏观基本面看，次贷危机只是金融机构的问题，并未有证明影响到实体经济，欧洲央行甚至还加了一次息以应对通胀。

看起来估值已经非常具有吸引力了，一切都像是底部特征——然而真正的危险总是潜伏在人性中。

这些“魔高一尺，道高一丈”的救助行动，给了市场一个错觉：现在政府的“金融工具箱”很大，大的金融危机并不会发生。

同时，越来越多的报道开始揭示这些危机的始作俑者是华尔街那些贪婪的金融机构，受害者是那些被银行洗劫一空又丢失了房子的穷人，而现在政府却在拿纳税人的钱去救助这些贪婪的银行家。

我们可以做到只救“问题产品”而不救“坏蛋银行”吗？这就使得美联储和政府的危机应对行动陷入道德风险中。

换句话说，如果不救这些企业，天真的会塌下来吗？

以今年的美联储加息为例，谁都知道去年通胀刚起来时加息是最好的方法，但如果真的一两次加息就把通胀打下去，大部分人又开始质疑，哪有什么通胀？美联储又在吓唬人。

这种“错觉”和“反思”，恰恰验证了塔勒布书中所说的“我们所不知道的事，比我们所知道的事更重要”。

金融黑天鹅的第二个范式就是：人们歌颂那些危机中挺身而出的“英雄”，却总是事先质疑应付潜在危机的手段是否有必要。

结果就是在面对下一个需要求助的对象“雷曼兄弟”时，美联储选择了另一条道路——任其破产。

这只“黑天鹅”在潜伏了近一年后，终于找到机会露出了真面目。

4/5、只有危机才能解决危机

如果只有一粒后悔药，美联储一定会选择不让雷曼兄弟破产。

雷曼兄弟破产事件之前，市场一年才跌了20%，之后的两个月就暴跌了40%，C浪一直杀到次年三月才结束。虽然美联储疯狂向市场注入流动性，连续降息10次，一直降到0%，又启动“量化宽松”，虽然国会也通过了史无前例的7000亿救市方案，但市场还是进入了“所有的利好都是逃命机会”的崩溃模式。

更严重的是，次贷危机立刻演变成席卷全球的金融风暴

，全社会信用冻结，银行为自救，拼命收回流动性，最终波及实体经济，企业大规模破产，失业率创下二战结束以来的最高水平。

金融机构的存在完全靠信心，

“大到不能倒”的神话一旦破裂，所有银行都将“危在旦夕”，这个简单的道理，美联储当然明白，但民众不明白，国会不明白（或者揣着明白装糊涂）。

现在大家都有经验了，应对这一类金融危机，最好的方法就是提前大规模注入

远超危机程度的流动性，将其扼杀在萌芽状态。可是，如果股市不“死给你看”，国会怎么可能这么快通过7000亿的救市计划？华尔街各大银行怎么可能接受政府注资？

金融黑天鹅的第三个范式就是：只有危机，才能彻底解决危机。

没有人喜欢股市暴跌，但从另一个角度来说，股市暴跌正是在所有人都无法解决问题时，尝试自己解决自己的问题。

作为投资者，我们不能幻想政府可以解决一切问题，因为政府始终要防止自己的行为陷入“公众道德约束”。

如果有一场显而易见的危机，得到了政府的重视和一定程度的救助，但因为某些原因而长时间得不到彻底解决，最后就会让各方心理上渐渐习惯，然后，在大家幻想“用时间消化问题”时，以一个偶然事件为契机，用“黑天鹅”的暴烈的方式彻底解决危机。

5/5、真正危险的东西是信心

世行首席经济学家沈连涛在其著作《十年轮回》的开篇是这样写的：

一年前，苏格兰皇家银行花
1000亿美
元收购了荷兰银行
。如今，同样的一笔钱可以在收购了花旗
(225亿)、摩根
斯坦利 (105亿)、高盛 (210亿)

、美林银行 (123亿)、德意志银行 (130亿) 和巴克莱银行 (127亿) 之后，还剩下80亿美元 用这笔零钱你可以收购通用汽车、福特、克莱斯勒和本田F1车队。

企业的价值当然不会一年之间发生如此巨变，股价只是信心的出价。

金融黑天鹅事件，在前期，往往利用投资者的常规反应模式（比如政府救市）去巩固一系列“信念”，最后，利用一件意想不到、从未发生的偶然事件，去击破某个类似“大而不倒”的“长期信仰”，从而导致定价体系的突然崩溃，并引发负面循环。

2008年的金融危机使各国政府建立了一套标准的危机应对模式，经过几次历练，投资者也对此越来越信任，而这恰恰埋下了下一次“黑天鹅危机”的伏笔。

我们不知道它什么时候来，我们唯一知道的就是，它一定会以我们没有想到的方法到来。

所以真正的危险是信心——我们对“一直有效”的东西的信心。

首发于“思想钢印 (ID : sxgy9999)” 微信公众号，讲述价值投资的理念和方法

。