

目录

1998/10/09 天才还不够	3
2000/01/02 网络科技泡沫	10
2000/05/01 非理性繁荣	23
2014/09/03 反思风险	33
2016/01/14 带投资者去看心理医生	51
2016/01/19 市场知道什么	70
2016/05/26 经济现实	80
2016/08/17 政治现实	95
2017/01/10 专家意见	113
2017/04/18 循环信贷	126
2017/07/26 历史再度重演	134
2018/01/23 近期思绪	159
2019/04/01 做大蛋糕	172
2019/06/12 这次不一样	180
2019/10/17 神秘	195
2020/01/13 博弈	204
2020/04/06 校准	220
2020/04/14 对未来的认知	228
2020/05/11 不确定性	237
2020/05/28 不确定性 II	250
2020/06/11 远远不够	257
2020/08/05 到了该思考的时候	261
2020/10/13 情况开始明朗	275
2021/01/11 对价值的反思	294
2021/03/04 回首 2020	312

1998/10/09 天才还不够

9月24日,《华尔街日报》(The Wall Street Journal)刊登了一篇精彩的封面文章,文章讲述了 Messrs. Rubin 和 Summers 领导的由经济政策制定者组成的“精英团队”试图阻止新兴市场经济和货币的下滑却无能为力。这篇专栏文章开头引用了 David Halberstam 在描写美国参与越战的书籍《The Best and The Brightest》中的一句话:

能让人们团结起来的東西只有一个,这就是信念,相信凭借智慧和理性完全可以对付和解决任何难题。

在报纸的另一版,就隔了几个专栏,也是一篇精彩的文章,讨论的是长期资本管理公司,我觉得 Halberstam 说的话同样适用。

长期资本管理公司的故事现在无人不知、无人不晓。我在这里不想讲已经发生的事,而是希望总结可以从中学到的教训,当然也会简要提到一些事实。长期资本管理公司是 Salomon Brothers 的前副主席 John Meriwether 和几个知名的 Salomon 前合伙人、一位美联储前副主席、还有两位诺贝尔奖得主共同创立的。这家公司的主要业务是债券套利、系统地利用债券之间的差价。寻找受到相似因素影响的债券,买入低估的品种、做空高估的品种,可以持续稳定地获利,而且没有市场风险。长期资本的管理者们智力超群、成就卓著,再加上高超的年收益率,让人们完全无法拒绝,也觉得没必要确切理解基金的运营方式。过去,这只基金从来没向投资者详细介绍过自己的投资方法,它的投资组合从没公开过,即使是事后也从不公开基金经理的操作。但是投资者看到 40% 的年收益率就很满意了。

你或许听我们说过,债券投资讲究锱铢必较。那么长期资本多年来获得 40% 以上的收益率是怎么做到的?答案是杠杆。他们借了很多钱买债券,借款是本金的许多倍。现在我们知道,长期资本的总合伙人的现金资产通过借贷放大到 15 亿美元左右,再加上有限合伙人的 31 亿美元。这 46 亿美元的资产,足以支持长期资本持有总额高达 1500 亿美元的投资,而衍生品长短仓的“名义价值”高达 1.25 万亿美元!

当投资规模超过本金规模这么大时,证券价格只要些许的下跌,就能使本金灰飞烟灭。从 8 月 1 日到 9 月下旬,除了国债之外所有债券都下跌了,国债升值(长期资本做空了国债来对冲看涨利率的仓位)的同时股票下跌(长期资本

大量投资进行收购的股票)，这些足以消灭长期资本 90% 的本金。

此外要是追加保证金的通知导致它在不稳定的市场中抛售巨大仓位，获得的收益可能还不够偿还债务的，为长期资本提供信用的银行和券商被迫销账减值，或许还将因此陷入动荡。令人难以置信的是，关于长期资本的文章在提到它被迫清算的时候说“威胁到世界金融体系的稳定性……”(9月29日《华尔街日报》)面对这些情况，14家金融机构同意进行重组和追加投资。背景讲完了，现在说说教训。

长期资本运用的投资方法众说纷纭，有人说如同“航天科技”般高深莫测、有人说像“黑箱”一样不可捉摸。他们运用计算机扫描成千上万的证券，从中检测与历史关系不一致的现象，利用回归常态来获利。这些一般被称为“趋同交易”(convergence trades)。长期资本也许是利用模型来评估历史重新发挥作用的概率以及单独的各个关系出错对整体投资组合的风险。他们就是这样确定涉及的风险以及用多大的杠杆可以保证安全。

Peter Bernstein 写了一本好书，书名叫《与天为敌》(Against the Gods)。在这本书中，Peter Bernstein 说明了概率的研究如何让人们能够合理地赌博、合理地投资（以及合理地做出其他与未来有关的决策）。但是概率研究的成果仍然只是概率，或者是合理的预期。可能发生的事，有时不发生，不可能发生的事，有时会发生。就像在玩双陆棋的时候，有时我要掷出不可能的骰子点数才能获胜，但我就扔出来了，我的朋友 Bruce Newberg 说：“概率和结果完全是两回事。”懂可能发生的结果与确定发生的结果之间的差别的人，不可能把自己的全部家当都押上。

在投资领域同样如此。简单而言，有时候觉得应该出现的关系就是没出现。出现这种现象可能是因为市场和系统失效了（在1987年的崩盘中，投资组合保险人根本卖不出去止损的单子），可能是因为发生了预料以外的外部事件（1994年，反向浮动利率债券（inverse floaters）崩盘是因为利率以每年600或700个基点的速度上涨，人们之前觉得这不可能发生），可能是因为作为参与者的人类是复杂多变的（在最紧要关头，落荒而逃的人们没胆量拿出钱来往上升）。往往就是在人们对一种关系产生极端信任并且在这种关系上押了重注的时候，这种关系就失效了。无论具体原因是什么，这样的情况我们见多了，很多时候依靠概率的模型没充分考虑“不可能发生的灾难”。

正如长期资本的 Meriwether 在9月2日写给投资者的信中所说：“我们的基金预计将出现趋同，所以增加了仓位，然而，这些交易发生了巨大的偏离。”换言之，便宜的东西变得更便宜了，贵的东西变得更贵了。

只有恐惧和贪婪这两股力量势均力敌，自由市场才能保持均衡状态。当市场参与者既感到贪婪，也感到恐惧时，贪婪驱使他们冒险，恐惧约束他们的冒险行为。然而这两股力量不总是保持平衡，经常有一股力量处于支配地位。过去几年来市场里的恐惧力量太小了，贪婪和冒险占据了主导。长期资本的高智商管理者可能觉得自己的方法万无一失，所以他们无所畏惧，承担了太高的风险。在每个时代都有一位著名的市场参与者成为典型，在将来很长时间内，在人们的记忆中，长期资本很可能都是 20 世纪 90 年代的典型代表。

我觉得投资者总是在寻找“灵丹妙药”，他们总想着怎么能不冒险却赚大钱。20 世纪 70 年代追捧漂亮五十股票，80 年代追捧投资组合保险，90 年代追捧市场中性策略。人们总是追随“天才”，希望天才帮他们赚钱，无论是 Joe Granville、Elaine Garzarelli、David Askin，还是 John Meriwether。

但是世上没有灵丹妙药，没有不承担风险就产生高收益率的策略。没人什么都知道，我们都是凡人。骄兵必败，聪明反被聪明误，聪明人靠聪明左右不了未来。出于对聪明人的敬畏，人们经常不假思索地盲从。当不幸无可避免地到来之时，人们总是措手不及。这或许是长期资本管理公司带给我们的最深刻的教训。还有其他教训，我在下文中接着总结。

1) 我以前在备忘录中讲过，“流动性 + 杠杆 = 炸药”。长期资本崩盘的主要原因或许不是因为它选择的证券，也不是因为市场下跌，而是它的杠杆。平均而言，它的仓位或许只下跌了百分之几。但是如果总资本超过自有资本的 25 倍，哪怕只下跌 4%，也足够把你消灭了。

如今大多数人觉得“杠杆”就是“负债”，不怎么区分。我觉得最好还是这么看待杠杆，我最初学到的杠杆的概念是：在上涨过程中，杠杆把收益放大多少，在下跌过程中，杠杆也能把亏损放大多少。所以有人说杠杆是“绞肉机”。在赌城拉斯维加斯有这么句话：“押得越多，赢了，赚得越多。”他们根本不告诉你后半句：“……输了，亏得越多。”杠杆只是个工具，一个能让你放大本金去赌的工具，好坏都被放大了。杠杆确实可以变成炸药。

橡树资本的所有投资组合都不用杠杆来放大我们的本金（我们的新兴市场基金可以在很小的限度内使用杠杆）。我们研究了几个用杠杆的机会，但是近年来大环境一直容忍风险，我们发现基本收益率不值得上杠杆。例如尽管过去五年里多次有人邀请，我们还是拒绝成立 CBO（债券抵押证券，杠杆化高收益债券投资组合）。因为我们坚信杠杆只能用来利用已有的宽幅收益，永远不能企图通过上杠杆把窄幅收益放大成宽幅收益。长期资本的管理者们企图利用巨大的杠杆从

微小的利差中获取暴利，结果最后玩火自焚。

2) 对冲基金本质上没什么神奇的。我们在 4 月份的备忘录中讨论另类投资时谈到过，对冲基金有两个共性：私人合伙制以及总合伙人获得净利润分成的收费机制。不是说投资了对冲基金，就能保证高收益或低风险。

但是似乎只有在出现问题以后，投资者才明白对冲基金这种结构的后果。在标题为“当今市场的风险”这篇备忘录中（1994 年 2 月 17 日），针对当时风头正劲的对冲基金，我们问了这么个问题：

去年股票或债券的平均收益率是 10-15%，一些对冲基金怎么能赚 70% 以上？是通过激进地上高杠杆……要是这些基金经理的预测错了会怎样？……对冲基金的追随者是否知道他们承担了多少风险？他们的资金要锁定多长时间？他们对对冲基金的策略知道多少？

我们从来不希望我们的警告变成现实，但是我们经常觉得我们警告的后果难以避免。长期资本的案例表明，对冲基金不是灵丹妙药，而且往往存在严重缺陷。只有深入研究了基金的基本策略并且完全有理由信任基金经理，才能投资封闭式结构的基金。

3) “天上不能掉馅饼。”这句老话经常被人们抛弃。每次一夜暴富的幻想破灭时，人们又把它重新记起。结果表明，许多“无风险”套利、对冲和市场中性策略包含的风险比公开的风险高得多。

我小时候，看过一场 20 世纪 30 年代的电影。在电影里罗斯柴尔德家族采用信鸽的独特方式传递消息，他们在伦敦以一个汇率买入一个货币，同时在巴黎以另一个汇率卖出这个货币，因此赚了大钱。这是纯粹的套利：在相同时间以不同价格交易相同的资产。

但是如果交易的是不同资产，波动概率不是 100% 一致，你就承担了“基础风险”，或者说套利的不同资产没有按预期方向变动的风险。长期资本就是这么倒下的，他们以为自己买入的债券收益率将趋同，结果偏离了。事实表明，历史关系没他们想的那么可靠。

4) “总是有幺蛾子。”这是 Roseanne Rosanadana 在 Saturday Night Live 节目中的口头禅，这话太对了，最后总会出岔子。不管干什么，要是指望一切顺利那就不安全，长期资本 25 倍以上的杠杆不就是这样吗？坚持“错误

边际”的沃伦·巴菲特永远不可能这么赌（可是他愿意在重组几个小时前，加入高盛和 AIG 以 2.5 亿美元的低价要约救赎长期资本，当时长期资本的净值估计有 6 亿美元。）

在“你是投资者还是投机者”（1997 年 9 月 3 日）中，我们写道：

什么能导致市场下跌？投资者信心下降，或许就是今天满满的信心崩溃，将成为导火索，但是具体的理由很难预测……下一次突发事件可能是地缘政治上的（石油禁运、朝鲜半岛爆发战争）、经济上的（资金紧缺、盈利增长缓慢）或市场内部的（争抢高利率债券，欺诈曝光），但是最可能的情况是发生出乎所有人预料的事情，是什么事情我们也预料不到。

我小时候，我父亲经常讲一个笑话：有个老赌徒，一天，他听说有一场马赛，只有一匹马参加。他把交房租的钱都押上了，没想到这匹马跑到中途跳过栅栏跑了，他输了。没什么东西是必然保准的，只是下注的水平有高下之分。在投资中以为什么都不可能出错的人，是在以最危险的方式赌博。

5) “别把牛市的成功当成自己头脑聪明。” 20 世纪 90 年代初，经济和股市处于低位。因此那时候要成功很容易，承担风险能得到奖赏，最赚钱的一般是那些最敢于承担风险的，人们觉得早期的这批人和他们的策略是最好的。

在我看来，(a) 时机、激进和技艺是成功投资的三要素；(b) 在正确的时机，非常激进，无需技艺，也能大获成功。但是这样的投资者无法复制他们的成功，特别是在逆境中。在分析一份投资业绩记录时，一定要评估上述三因素在其中发挥的作用。

6) 信用供给的变化是一股强大的力量。做投资的时间越长，我越感叹信用周期的强大力量。举个例子，虽说我们希望通过我们的投资创造附加价值，但我们 1990 年的困境债券基金获得了高达 50% 的毛收益率，主要是因为 (a) 恐惧以及政府的政策关闭了信用窗口，(b) 1980 年代的杠杆收购活动无法进行债务再融资，出现了违约潮，所以我们能很便宜地买到债务。严重的经济衰退更是火上浇油，在宽松的资本市场中，公司可以情感送地通过融资走出困境（例如，1993 年到 1998 年中期），在紧缩的市场中，公司只能倒掉（例如，1990 年到 1992 年）。

金钱是放款人的产品，周转金钱是放款人的工作。金钱是最没差异性的普通

商品。在经济繁荣时，放款人只能通过比别人承担更高的风险来竞争市场份额，收取更低的利息或接受更宽松的条款。在经济不景气时，他们的策略发生一百八十度大转弯，收缩放款规模，引发巨大痛苦。

在资金宽松的时候，不该得到资金的公司得到了资金；在资金紧张的时候，该得到资金的公司却得不到资金。长期资本早期的兴盛和后来的崩盘背后都受到资金宽松的影响。最初银行和券商帮助总合伙人用杠杆放大自有资金，建立了规模过于庞大的仓位。银行和券商借出去大量资金，给长期资本和它们自己都酿成了祸患。我猜测他们看到长期资本这么优秀，没去调查它总共有多少负债或者投资组合如何，就把钱借出去了。

信用周期的疯狂波动，往往比经济本身波动性更大，是商业领域和投资领域许多极端事件背后的推手。1989-1992 年的房地产崩盘，1997-1998 年的新兴市场崩盘，它们之前的繁荣都是过度放贷推波助澜造成的，而 1990-1992 年的破产潮则是信贷紧缩雪上加霜造成的。下次再出现危机时，你不妨观察一下，很可能看到放款人参与其中的身影。

7) “人真是没记性。”要是能预见到未来的话，就能赚大钱了，但是实际上没人能预测未来。你不需要未卜先知，也能避免最严重的危险并理智地投资。了解历史对投资者有很大帮助。

从长期资本学到的教训与预测未来无关。杠杆总是危险的，最后一定会出岔子。有些人只看到高收益，把冒险的人当成天才。在信用周期的波动面前，其他一切因素的力量都相形见绌。每次繁荣中都孕育着衰退的种子，每次衰退时都为复苏打下了基础。忘掉预测——只要牢牢记住从历史中得出的教训，你能比大多数人强很多。

“忘记过去的人势必重蹈覆辙。” George Santayana 的这句名言，我们都听过。但是今天的错误有多少仍然是过去的重演？30 年前“最优秀的公司”的市盈率涨到了 50 倍以上，最后还不是上演了高空跳水。10 年前兴起了一股以过桥信贷的方式进行高杠杆投资的热潮，在融资窗口关闭以后许多投资银行束手无策。5 年前衍生品让银行身陷困境。在 1998 年的这一幕中，我们看到了过去的影子。有些人忘了历史，有些人沉迷于“新范式”中，找各种理由证明历史失效了，他们只能自食其果。

John Kenneth Galbraith 写了一本非常精彩的小册子《A Short History of Financial Euphoria》，我之前推荐过。我不认同他对高收益债券的抨击，但是我认为这本书是必读书目之一。我推荐所有希望能做到逆向思考、

逆向投资的人读一读这本书。Galbraith 说：

导致狂热的因素有两个，无论现在、还是过去，都很少有人关注这两个因素。第一个因素是人们在金融方面没记性。人们能很快把金融灾难忘得一干二净。因此当相同或类似情况再次上演时，有时只是隔了几年，新的一批人、一群极其年轻的年轻一代，本来是历史上已经出现过的情况，却被他们捧成是金融乃至整个经济领域的杰出创新、重大发现。在人类的所有行业中，只有金融领域如此不屑于铭记历史。过去的经验可能全被忘光了，就算记得也被贬的一文不值，说是只有那些不理解当前伟大奇迹的人，才抓着过去的经验不放。

有些人看不清自己的能力，不承认自己无法预测和控制未来，他们不需要研究历史。我们和他们不一样，历史是我们最强有力的武器之一。

忘记自己无法预知未来是人们经常犯的错误，是很多严重金融灾难的根源，是人们高估自己的知识和能力、刚愎自用的主要因素之一。

通用汽车的 Charles Froland 说长期资本的人发展了太多信徒。Henry Kaufman 在谈到这件事时说：“亏钱的人有两种：一种是什么都不知道的，一种是什么都知道的。” Dirty Harry 也发表了自己的观点，他说：“人要有自知之明。” 其实我觉得还是我母亲说的最好，她说：“无知却不自知就是愚，敬而远之。”

下面的这些格言（还有许多其他的）是橡树资本的立身之本：

1. 我们无法确切了解未来，越是“大格局”的问题我们越是无法预知。
2. 我们必须永远预计可能出错，并且将错误边际考虑在内。
3. 当市场太贪婪时，我们必须意识到当前存在的风险；当市场从贪婪走到另一个极端时，我们应该抓住由此产生的廉价买入机会。
4. 我们必须时刻清醒地认识到自己有限的的能力，谨小慎微，避免高傲自大。我们的投资方法行之有效，我们的人才是业界精英，能导致我们失败的因素不多，高傲自大是其中之一。

长期资本的教训不只是这家公司的教训，我们能从中悟出一些在投资领域普遍适用的道理。请放心，橡树资本将牢记其中的教训和道理。

写于 1998 年 10 月 9 日

2000/01/02 网络科技泡沫

爱德华·钱塞勒 (Edward Chancellor) 写的《金融投机史》这本书精彩地讲述了历史上的金融投机。作者在书中描写了“南海泡沫”。在本篇备忘录中，我想以南海泡沫为参照，分析一下当今的市场形势。

南海公司成立于 1711 年，它通过发行股票募集资金为政府偿还债务，缓解英国政府的债务负担。鉴于该公司为皇室分忧，英国皇室授予它与南美洲西班牙殖民地贸易的垄断权，以及在当地售卖奴隶的专属特权。虽说南海公司还分文未赚，但是人们都觉得它能从此类经营活动中获得暴利，所以争相购买它的股票。1720 年，一股投机热潮汹涌澎湃，南海公司的股票急剧拉升。

和许多其他富有的英国人一样，当时担任皇家铸币厂总管的艾萨克·牛顿爵士，也加入了投资南海公司的行列。从 1720 年 1 月到 6 月，这只股票从 128 英镑上涨到 1050 英镑。在上涨初期，牛顿意识到了这场热潮中的投机性质，卖出了自己 7,000 英镑的股票。别人询问他股票的走势，据说牛顿是这么回答的：“我能计算出天体的运动，却搞不清大众的癫狂。”

1720 年 9 月，泡沫破裂，股价跌破 200 英镑，从三个月前的最高点下跌 80%。原来艾萨克·牛顿爵士虽然开始时看透了泡沫的本质，却和后来的无数投资者一样，眼看着周围的人都赚大钱了，承受不了这种压力。他在高位买回了股票，结果亏了 20,000 英镑。连世界上最聪明的人之一，也免不了被万有引力定律教训。

我们从《金融投机史》一书可以看出，南海泡沫中存在大量投机行为。下面，我引用书中的段落并分析一下今天我们今天眼前的这一幕与其有何相似之处：

“17 世纪 90 年代，一场经济危机沉重打击了自私自利的思想，现在自私自利的思潮再次抬头……这套理论认为，个人的恶欲，贪婪、挥霍和奢靡，对整体大众有利。”（这种说法很像 20 世纪 80 年代“贪婪是美德”的狡辩。）

受到南海公司成功的诱惑，其他投机活动如过江之鲫，有些可能纯

属虚构。最出名的一家泡沫公司成立的目的是“经营非常赚钱的一个生意，但是不能向任何人透露是什么生意”。（我搞不懂这家公司干什么的，我不在乎，你告诉我公司名字就行，或者告诉我代码好了。）

尽管没有利润，南海这样的公司却能不断高价发行股票融资。此类活动本质上具有传销性质，这种股票的公允价值很难计算。有人说股价涨得越高，股票越值钱。自古至今哪有这么胡扯的，这么算的话，多少钱买都不贵，买得越多，赚得越多。（只要概念搞对了，股价没有天花板，高价增发赚大钱。）

“Adam Anderson 曾在南海公司担任出纳，他说许多买股票的人很清楚公司没有任何长期前景可言，他们只想买了以后卖给更容易上当的人。”（博傻理论早就有了。）

正如爱德华·瓦尔德（Edward Ward）在他的诗‘南海谣’中写的：

保持理智守规律，

南海大餐吃不着，

既没经验又无脑，

南海大餐吃个饱。

（在今天，最赚钱的是那些不受理智或经验约束的人。）

Robert Digby 写道：“南海公司是奇迹创造者。这家公司的股票成了整个英国街谈巷议的焦点，在短短的时间内，为许多人带来了巨大财富。此外，值得一提的是，贸易已经完全放缓了，一千多艘船停泊在泰晤士河岸出售，人们只想拿钱去投机股票，没心思打理往日的生意。”（在今天，公司的名字挂在所有人嘴边，新闻头版充斥着它创造了多少财富，普通人都想辞职炒股.....）

在本备忘录的其余篇幅中，我将讨论在我看来毋庸置疑的另一场市场泡沫。在讨论之前，我要先申明几点：第一，和往常一样，我写的很多东西都不是原创的，我想把从很多地方得到的想法串起来，希望能对你有用；第二，我最近对股市发出的警告用一个字足以概括：错。然而我还是要承认我习惯看空，而且现在我确实和看空的人站在一边，我认为看多的人盲目乐观，我还将讨论进入新千年对科技股占主导的市场的的影响。总之，我看到有种种迹象明确表明，科技、互联网和电讯板块股票已沦为极端狂热的投机市场，和过去的投机狂潮极为相似。

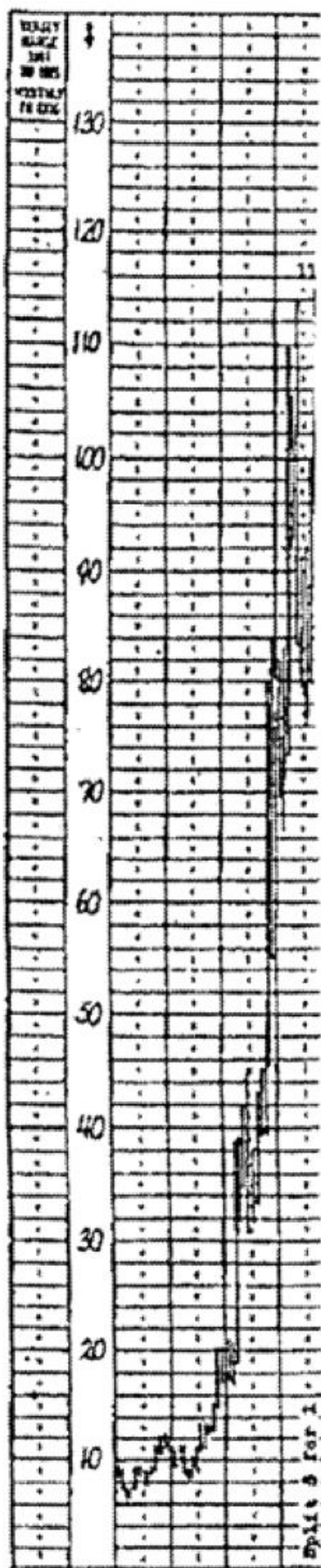
改变世界

毫无疑问，所有对科技、电商和电信股的狂热都起源于这些公司改变世界的潜力。我毫不怀疑这些变革将令我们现在的生活发生翻天覆地的变化，也完全相信几年后它们能令我们的世界焕然一新。关键是我们不知道哪些公司是未来的赢家，也不知道它们今天价值几何。

左边的图表中是一家昔日龙头公司的股价，当年人们认为这家龙头公司所在的行业能改变世界。从图中可以看出，它的股价呈现出爆发式上涨，科技创新公司的股价表现都有这个特点。人们最初的预测变成了现实，这个行业后来确实改变了世界，这家公司也成了大赢家。

这个行业就是当年的无线电行业。1920年代，人们认为无线电将改变世界，后来无线电确实改变了世界。无线电让无线通讯变成了现实，由此成就了家庭娱乐、电子广告以及实况直播。这家公司是美国无线电公司(RCA)，作为行业龙头，从1927年中期到1929年中期，它的股价从8美元涨到了114美元。

这只股票的暴涨，一部分原因是受益于当时的牛市，也绝对是因为人们高估了这家公司的潜力。股灾爆发后，三年内，RCA的股价从114美元的高点杀跌到2.5美元。跌得这么惨，肯定有大萧条的原因，但值得注意的是，1929年创下最高点之后，25年过去了，经济危机和二战早已结束，战后经济持续复苏，RCA的股价仍然不到当初最高点的三分之一。今天，我们的时代、行业和公



司确实都和过去不同，但我们有必要考虑一下，投资者是否又一次因为看上改变世界的潜力，而付出了过高的代价。

无独有偶，最近《财富》杂志刊登了一篇文章，在文章中沃伦·巴菲特说人们过去认为飞机和汽车能改变世界，它们也确实改变世界了……可当初最早制造飞机和汽车的公司现在已经消亡。对世界的影响力能够与航空业比肩的真不多，可是从航空业诞生之初到 1992 年，这个行业的利润总和是零！

巴菲特的话总是一语中的：“投资的关键不是评估一个行业对社会的影响力有多大，也不是它的规模能发展到多大，关键是要确定一家公司的竞争优势，特别是它的竞争优势能否持续。公司的产品或服务拥有宽阔、长久的护城河，这样的公司才能给投资者带来回报。”（三年前，所有人都想成为沃伦·巴菲特，都读关于他的书。现在，巴菲特似乎错过了科技股大牛市，互联网的拥趸们轻蔑地说巴菲特和他的投资方法都过时了。）

改变生活

如上文所述，在南海泡沫期间人们把船停在岸边出售，工作也不干了，把钱都投到股票里了。今天的情形何其相似，当下的互联网商业革命也改变了人们的生活。我们都知道，成千上万的美国人已经成了全职或兼职的交易者。有不少新闻报道许多人在跟随热门股的趋势赚钱，但是他们对公司是怎么经营的、股票为什么涨跌一窍不通，甚至连公司做什么的都不知道。12 月 7 日，《华尔街日报》报道了这么一个人，他这五个月以来一直在炒同一家公司的股票，这家公司是专门投资互联网企业的 CMGI，这个人连这家公司的 CEO 姓甚名谁都不知道。

这种现象对商科教育和年轻人职业选择造成的影响也很严重。11 月 28 日，《纽约时报》发表了一篇封面文章，文章说许多商学院的申请人数持平甚至减少了，参加 GMAT 考试的人数锐减。为了加入当下热门的领域，不少 MBA 在读学生刚读完第一年就退学了。一位企业管理学教授告诉我，在今后一两年里，所有电子商务的业态都将成型，学生们有自己的创意，他们在学校里待不住了，怕让别人抢了先机。五年前，MBA 的热门就业方向是投行。我听说现在优等生不愿参加投行的面试，投行都招不上来人。

大家都往正在发生巨变的领域里挤，看到别人都这样，谁都按耐不住，只能从众。做投资的业内人士都认识或听说某个人今年投资互联网赚了几千万甚至数亿美元。不难想象比较起来那些专门做收购投资的，干了一辈子才赚了那么多钱，肯定觉得自己太失败了。私募股权公司开始投资处于初创阶段的互联网公司。11

月 30 日,《华尔街日报》刊登的一篇文章说专门做收购的公司放弃老本行,改做风险投资,一位 KKR 的合伙人就辞职去做风投了。

同样地风险投资者和科技行业人士都涌向互联网公司,比较成熟的高科技公司都留不住人了,例如微软的 CFO 最近离职了,加入了一家光纤公司。微软可都上市 17 年了。在功成名就的老牌公司里,淘金潮已经结束,一夜暴富的时代也过去了。连投资银行的业内人士都忍不住了,12 月 14 日,《纽约时报》上刊登了一篇文章,标题是“华尔街富得流油也眼红嫉妒”。一位哈佛商学院的教授打了一个很形象的比方,他说高管们涌向新兴互联网公司,就像“一群人为了争抢一小罐金子,掀起了一场大海啸”。

风险投资的诱惑

最近我在芝加哥大学研究生院向三个班级的学生讲解为什么投资困境债券。有一半的学生直接就问:风险投资一年能赚 100%,你讲的每年才能赚 20-25%,为什么不去做风投?

风险投资不但吸引了年轻的商学院学生,连投资界的业内人士都为之侧目。一所大学的财务长告诉我,他的学校通过风投基金投资给雅虎的 2.9 万美元增长到了 5400 万美元,还投资别的干吗?你说是不是?!

在我们被上述种种理由说服之前,在我们立即着手成立 OCM 风投基金之前,我们先来研究一下风险资本的数据,了解一下风险资本简短的历史。

从 1984 年到 1989 年筹集的风投基金为有限合伙人贡献的中位数收益率在 7.5% 到 15.1% 之间。从 1990 年到 1994 年筹集的风投基金,这一数字为 20.4% 到 29.7%。收益率数字很合理,显然,在这段时间里,投资风投基金的普通投资者没享受到暴富。在此期间,每年成立的风投基金有四分之一以上收益率低于 10% 甚至亏损。

只有在 20 世纪 90 年代中后期成立的风投基金,收益率才令人瞠目结舌。从 1994 年开始每年都是大丰收,若干风投基金的收益率在 200% 以上。然而,即使在 1994 年到 1999 年的黄金时代,风投基金的中位数收益率也只在 0 到 33.7% 之间(或许现在下结论还太早)。

很难说哪一年对于风投基金来说最为典型,其中 1994 年应该很有代表性。1994 年成立的基金,到今年已经五年了,这么长的时间投资的公司应该已经培育成熟了,应该上市了,当然了这段时间的大环境也

很好。实际上 1994 年成立的风投基金，到目前为止其中收益率最高的是每年 235%，平均收益率每年 45%，多令人赞叹。简单的平均数可能具有欺骗性，表现最好的基金能把平均数拉高。风投基金的中位数收益率只有每年 22.5%，必然有一半基金的年收益率低于 22.5%，垫底的四分之一的基金的收益率范围在 6.4% 到负 13.2% 之间。

虽说现在得出最终结论还为时尚早，但这些年都有这么个规律：大赢家表现惊人，一般水平的表现良好，但肯定不是所有基金都赚钱。

从上述历史数据之中，我们能对未来做出何种判断？显然风投基金生逢其时，它们是即将改变世界的公司必经的收费大桥，说到这今天投资风投基金行吗？

我深信不管是多好的投资机会，只要供求关系不对劲，机会再好都不行。可做的生意太少，争抢的资金太多，这样的生意像烫手山芋，买入价格可能贵得离谱。依我之见，风投资本的短期前景不容乐观，原因列举如下：

1. 风投的高收益率屡屡成为新闻头条，这已经点燃了人们的热情；
2. 因此大量资金将涌向风投；
3. 风投公司成立的新基金规模越来越大；
4. 创业家比风投资本家在谈判中更具话语权；
5. 风投在投资中要你争我抢；
6. 风投公司中资历较浅的成员完全可以脱离公司另立山头；
7. 风投资本家在与投资者的谈判中更具话语权；
8. 风投公司可以要求获得更高的业绩提成比例。

根据我的个人经验，当近年投资收益糟糕、资本稀缺、投资者沉默不语，所有人都说“完了”的时候，这时候投资风险最低、最能赚大钱。今天风险投资的高收益频频见诸报端，投资者士气高涨，挂在嘴边的是“没问题”。

在当前的环境中，我认为很有必要提一下，我们不妨站在 1994 年回顾 1981 年到 1992 年之间成立的风投基金。它们只有一年的收益率尚可，超过了 12%，在整个 12 年里，9 年的收益率都是个位数。站在 1994 年，我们看到的是此前的收益率不温不火，就在这时候少数有远见的投资者愿意拿出 78 亿美元交给风投基金，我们今天看到的高收益率都是这些人赚的。反观 1998 年，在顶尖基金近年来每年 200%+ 的高收益率的诱惑下，投资者投入的资金高达 261 亿美元，是 1994 年的三倍多。今天我们只听到投资者说想要把更多资金交给风投，想加入最尊崇的基金，却没有门路。未来的收益率会怎样，请你自行判断。

IPO 的作用

高科技投资领域的热潮中涌动着另一股热潮，这就是 IPO。在过去，新股上市之前都要定价，在公开股权市场首次募集资金的公司都希望投资者能给一个公允的价格。现在呢，投资者相信买新股是赚大钱的门票，公司创始人开价多少就给多少，这个门票到现在为止还是管用。

根据报道，平均计算 1999 年的新股，现在已经上市六个月左右了，现在的股价比发行价上涨了 160% 左右（是居于第二位年份上涨幅度的四倍）。例如 12 月 8 日，《华尔街日报》报道了 Akamai 这家公司，它是 10 月 29 日上市的，发行价 26 美元，当天收盘价 145 美元，市值 130 亿美元。报纸上说，“14 个月前，它绝对得不到这么热烈的欢迎，那时候它还不存在呢。”Akamai 现在的股价是 328 美元，市值达到了 290 亿美元。（顺便提一下，在 1999 年的前 9 个月里，Akamai 的销售额是 130 万美元，净亏损 2800 万美元。）

有幸参与 IPO 已经成了一种优待。为了和其他基金争夺高净值客户，投行向客户承诺给他们机会参与自己承销的 IPO。为了稳固业务关系，科技公司将自己的 IPO 股份分配给客户。

和往常一样，还是投资者糊涂。Akamai 公司 IPO 定的发行价是上市当天收盘价的 18%。只有两种可能：要么是这家公司的创始人和投资方出售公司的价格比公允价格低了 82%（可谁还比他们更了解自己的公司？），要么是市场错了。也很可能是发行方故意把发行价定低，企图通过上市当天的大涨吸引人们的热情，这样一来，公司可以通过增发来筹集更多资金用于弥补亏损和进一步扩张，公司创始人还可以把手里剩下的股份抛售出去。我相信肯定有这方面的因素，但是有多少？如果收盘价 145 美元是“对的”，那么 Akamai 以 26 美元上市发行 800 万股，就等于少要了将近 10 亿美元。

此外，在每只新股上，投资者做了多少调查研究？做调查研究的人有经验吗？他们用的估值参数是松是严？当锁定期结束，公司创始人和风投开始抛售手里 80-90% 的股票时，股价能挺住吗？公司发行了期权吸引员工、支付服务供应商的费用，当他们行权并卖出股票时，将出现怎样的情况？当供给的股票增加五倍或十倍的时候，供求关系将对股价产生什么影响？

今天，人们成立公司、创业融资时讲的不是公司的盈利前景，而是什么时候能 IPO，定价能有多高。最近，Michael Lewis 写了一本新书《The New, New

Thing》，讲了风险投资家 Jim Clark（他创办了 Silicon Graphics、Netscape、Healthcon）的职业生涯，从这本书里可以看出，过去的创业者的思路是创意-创业-公司，今天的创业者的思路是创意-创业-IPO。过去把公司做成功了自然有钱，今天很多创业公司就是为了圈钱，他们眼里只盯着 IPO。

公司如何赚钱？

许多新公司的赚钱模式确实不错，但是我们有必要研究一下这些模式是否行得通？每个互联网细分领域的竞争情况如何？最终到底能不能赚钱？将来的利润是否足以支撑今天高高在上的股价？

创新和改变世界是一回事，赚钱完全是另一回事，这一点我觉得没人会提出异议。将来的商业肯定和现在不同，有些过去的规律将来确实不再适用。可话说回来，利润怎么来的？是得到的营业收入高于支出的营业成本。这一点不会变。下面，我从三个方面论述一下我对这些公司盈利能力的质疑。

第一，互联网公司和 dot-com 公司出售产品的价格那么低，它们能赚钱吗？《纽约时报》（10 月 14 日）和《华尔街日报》（7 月 28 日）的封面文章都讨论了许多互联网公司产品免费的现象。几十年前商人发现降价可以增加销量，互联网公司更上一层楼，它们免费赠送，销量更高。Egreetings Network 的 CEO 说：“卖贺卡算什么，白送才了不起。”一位风投资本家说：“.....这就是互联网领域的现实，人们就是想要免费的。你不白送，别人送。”

传真、长途电话、音乐、Web 浏览器、甚至互联网服务本身，互联网公司都免费白送。一位风投资本家说：“多一个用户的边际成本几乎是零。”我认为问题在于，边际收入也完全是零。显然这些公司免费赠送产品或服务是为了积聚流量、抢占市场份额、出售广告空间，将来能不能赚钱还远远是未知数。

在读上面说的那两篇文章时，我想到了我年轻时，我父亲给我讲的一个笑话：

“我这都是赔本卖的。”“那你这生意怎么做得下去？”

“我主要靠走量。”

“我这都是赔本卖的。”“那你这生意怎么做得下去？”

“我周末不营业。”

“我这都是成本价卖的。”“那你这生意怎么做得下去？”

“我进货价钱低啊。”

在这股热潮中，能否盈利显然是个巨大的谜团。我相信有些公司能解开这个谜团，但肯定不是所有互联网公司。

第二，dot-com 公司的商业模式符合实际吗？我记得当年不是说在网络做生意用不着传统的广告吗？不是说“虚拟库存”将取代堆满商品的实体店吗？现在，我们在新闻中看到，Amazon.com 斥巨资建造仓库，互联网公司竞相高价购买媒体广告。据说 EToys 不用店面就能做生意，只要仓库就行。没有店面，只把仓库门面美化一下？Webvan Group 在网上出售商品，节省了店面成本，但免费送货。然而《华尔街日报》在 12 月 15 日的报道中说，“到 9 月 30 日为止，Webvan 的平均每单金额是 72 美元，完全承担不起快递成本。1999 年的前九个月，Webvan 的营业收入只有 420 万美元，却亏损 9500 万美元。”

最后，竞争将产生什么影响？竞争将旷日持久，拼杀将很惨烈，最后每个行业的现存者都将奋起反击电子商务公司。美林证券 (Merrill Lynch) 咬紧牙关，决定为客户提供在线交易服务，作为对 ETrade 的回应，艾伯森公司 (Albertsons) 和克罗格公司 (Kroger) 宣布，它们将推出送货上门服务，不让 Webvan 这样的公司把他们的生意抢走。12 月 17 日的《洛杉矶时报》报道，为了应对 EToys 的竞争，反斗城和沃尔玛已经开设了网上商城。(EToys 的股价已从三个月前的高点跌了 70%，71 亿美元的市值烟消云散。) dot-com 公司是先行者，它们入侵传统公司的领地并抬高了传统公司的成本，但传统公司为了生存会奋起反击。

dot-com 公司之间也存在激烈竞争，这必然推迟和限制整个行业的盈利。今天的大多数电商公司充其量也就是进入的早一些，市场份额多一些(所谓的“先发优势”)。它们几乎都没有专利保护，实质性的产品差异或巨大的进入壁垒。这些公司别指望有什么品牌忠诚度，因为它们打的都是低价牌。总有人突然杀出来，为了争抢市场份额，降价甚至不要钱。网上信息传播那么快，消费者总能立即找到最便宜的。地理位置不是问题，在网络中，所有人都无处不在。考虑到这些因素，我认为互联网公司赚钱太难，即使赚了，也赚不了多长时间。

公司值多少钱？

归根结底，还得看公司值多少钱。创意好，公司好，都不是买入股票的充分理由。必须在价格合适的时候买，最好是廉价的时候买。

人们写了很多东西讨论创新公司的估值。在《纽约时报》的“时光机”栏目中，David Letterman 开具了一份表单，告诉公元 3000 年的人们，他们应该了解的我们这个时代的十大事件。作为时代的标志，他列出的事件中包括“想赚 10 亿美元，你只要想出一个词来，然后在后面加上 .com。”

1. Priceline.com 打折甩卖机票（第三季度的销售额是 1.52 亿美元，净亏损 1.02 亿美元），它的市值是 75 亿美元，美国航空和大陆航空（销售额 71 亿美元，净利润 4.69 亿美元）加起来市值才 73 亿美元。
2. Webvan Group, 1999 年成立，第三季度的销售额是 380 万美元，净利润 35 万美元。当前股市给它的估值是 73 亿美元。
3. 12 月 9 日，VA Linux 以 30 美元的发行价上市，当天涨了 698%，股价飙升到 239 美元，市值是 95 亿美元，是 Apple 市值的一半。截止上市当天，该公司 1999 年的销售额为 1770 万美元，净亏损 1450 万美元（Apple 过去 12 个月的净利润是 6 亿美元）。（VA Linux 打破了上市当天股价上涨的记录。原纪录保持者是 1998 年 11 月上市的 theglobe.com，它的股价上市当天飙升 606%，股价从 4.5 美元涨到将近 32 美元，现在它的股价是 8 美元。）

再来看看互联网以外的科技公司，Yahoo! 的市值是 1190 亿美元，比通用汽车和福特两个公司的市值加起来还高。它当前的股价是 432 美元，按照 1999 年预计利润计算，它的市盈率超过了 1000 倍。美国在线（America Online）的股价是预计利润的 250 倍，思科的市盈率是 100 多倍。嘉信理财（Charles Schwab），毫无疑问是新时代券商中的赢家，按照 1999 年预计利润计算，它的市盈率是 54 倍，是高盛市盈率的 3 倍。《巴伦周刊》指出，11 月份，纳斯达克的市盈率超过了 170 倍，到年底可能达到 200 倍，这还只是平均数。

Sanford Bernstein 的分析表明，9 月 30 日，你可以用 6250 亿美元买下美国在线和微软，获得 250 亿美元的销售额和 70 亿美元的净利润。或者你可以用 6350 亿美元买下 70 家工业、金融、交通和公共事业公司，包括美国银行、丘博保险、联合百货、立顿、菲利普莫里斯、莱德物流和惠而浦等，获得 7470 亿美元的销售额和 430 亿美元的净利润。美国在线和微软当然比其他那些公司看起来更有前景，但前者市盈率 89 倍，后者市盈率 15 倍，前者的市盈率是后者的 6 倍，能有这么大的差距吗？

美国在线和雅虎至少是著名的大公司。至于那些新兴互联网公司，它们的市盈率实在太高了，很多还是负的，人们谈论估值的时候没办法，只能用市销率。例如在 8 月份的一季度，按照年化营业收入计算，Red Hat 股票的市销率是

1000 倍。许多互联网公司和科技公司纯粹是概念，按照传统估值方法计算，它们的股价已经飞到天上去了。

由于情况特殊，12 月 10 日的《华尔街日报》写道，“在股票估值中，人们越来越侧重于关注公司的表现。”换言之，由于没有其他可参照的标准，人们只能看股价来评判公司好坏。这不是本末倒置吗？过去投资者都是先看公司的生意怎么样，然后再确定股价多少合理。

在这个估值参数缺失的环境中，人们买卖的决定似乎被一种“买彩票的心态”左右。人们买科技和 dot-com 公司，不是根据预期盈利和市盈率，追求每年 20% 或 30% 的收益率，而是根据概念，希望能一下抓住 10 倍的涨幅。推销的言辞可能是这样的：“我们在为一个估值 3000 万美元的公司融资，我们认为我们在两年后能 IPO，将募集到 20 亿。”或者是这样的：“IPO 发行价是 20 美元。当天可能涨到 100 美元，六个月后可能涨到 200 美元。”

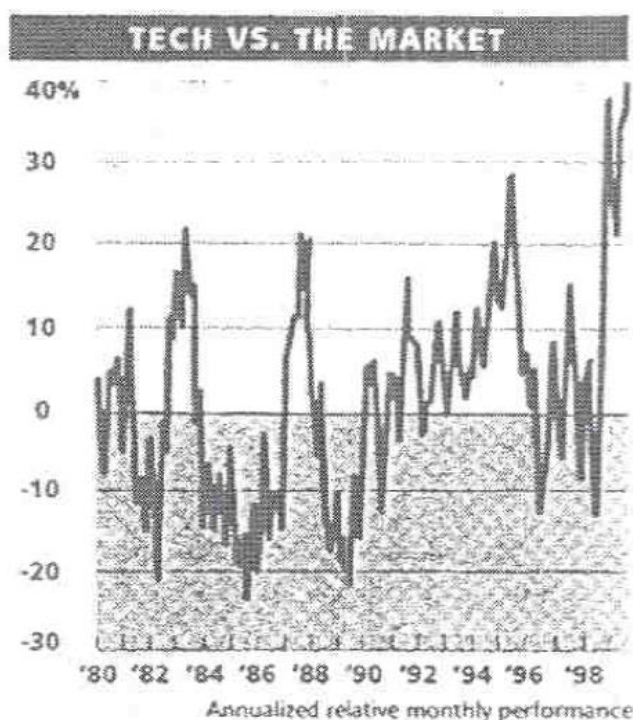
你来不来？要是你拒绝了，结果别人说的都成了现实，你不得后悔死？买人的压力实在太大了。

什么时候都有能赚大钱的创意、股票和 IPO。但是人们过去没有现在这么大的压力，一定要参与，因为在以前赢家赚的是几百万，不是几十亿，用的时间是几年，不是几个月。到目前为止，在表现最好的股票上，赚的钱是十倍、百倍甚至上千倍。由于这么赚钱，赚这种钱简直无法抗拒，而且做这样的投资，成功率

用不着太高，就能赚大钱。我以前说过，虽然市场经常被贪婪和恐惧两股力量同时左右，但是有时候最强的那股力量是害怕错过的恐惧。今天的情况恰恰如此，这样的环境迫使人们不顾风险参与其中。

9 月 27 日《巴伦周刊》刊登了下面这张相对表现图表，它说的不只是当前的 dot-com 股票，我们可以从中看出两点：

1. 在过去 20 年里，与大盘股相比，科技股有表现好的时候，也有表现差的时候。
2. 在这波牛市中，科技股遥遥领先



大盘股，这种情况前所未有的。

从这个图中，我们看不出来从今往后在科技股中还能轻松赚钱。正如 Alan Abelson 在描述这张图表时所写的：“我们的观点是（1）和生活中所有东西一样，科技股也具有周期性；（2）在高科技领域变化是唯一的不变，而且变化速度越来越快，用 100 年的盈利做现金流折现给高科技公司估值简直是笑话。”

9 月份，微软的总裁 Steve Ballmer 说，他认为科技股高估了。今天，科技股的股价更高了，微软的股票也又涨了 20%。谁的观点正确？股价高不高？

摩根士丹利资产管理公司的主席 Barton Biggs 是一位见识敏锐、备受尊敬的人，他从开始到现在一直很谨慎（也一直说错了）。他在 11 月 29 日的策略文章中直言不讳。我在这里引用他的话为本文收尾。

科技、互联网和电信的狂热愈演愈烈，已经成为有史以来最严重的癫狂之一。历史上的癫狂都有坚实的基础，即最终将改变世界的革命性发展。毫无例外，这些热潮的泡沫阶段总是以眼泪和大规模财富被消灭而告终。今天许多参与其中的职业投资者明确地知道这是一场狂热，但是他们说只要股价上涨的趋势还在，就要留在场内，这才是正确的策略。他们打算在趋势减弱的时候卖出持仓，并逃脱大屠杀。可是所有人仓位都很重，所有人都追随同样的趋势，都以为自己能及时逃出去。我不信，你以为自己能逃掉，所有其他趋势投资者也这么想的。

最后，我想总结几条重要的教训。

1. 股票背后的公司可能真有好的一面，但是买贵了，还是可能亏钱。
2. 股票背后的公司有好的一面，别人好像都在赚大钱，看到眼前的景象，许多最初拒绝参与的人最终难免屈服。
3. 一只股票、一个版块或一个市场的“顶”是在最后一个不坚定的空头叛变为多头形成的。这个时机往往与基本面变化无关。
4. “价格太高了”不等于“接下来价格即将下跌”。一个东西可能很贵，而且很长时间都很贵，甚至更贵。
5. 可是最后的最后，估值必然起作用。

今天谁要说科技、互联网和电信股太贵了，要跌了，简直与螳臂当车无异。但是我觉得自己有责任和义务提醒你：这些东西是一个膨胀的大泡沫，我们必须保持高度怀疑。

写于 2000 年 1 月 2 日

后记

对当今形势持悲观态度的人们的逻辑是：世界经济繁荣取决于美国经济繁荣，美国经济繁荣基于股市的健康发展，股市的表现只由少数几只科技、互联网和电信股带动，因此当为数不多的这几只股票不可避免地发生调整时，严重的后果将波及整个世界。谁都不知道，这种说法是否能变成现实。当前报纸上的很多文章更多地表现出一派温和乐观、欣欣向荣的景象。

2000/05/01 非理性繁荣

这几年，我们经历了股市的大起大落。人们已经开始纷纷写检讨了，我也不能落后。我整理了一下这几周收集的大量观点和实证数据，写成了这篇备忘录，和你分享我的看法，希望对你有用。我的思路经常跳跃，我尽量梳理出一个清晰的脉络。

检讨？我是说市场上涨已经结束了吗？你知道，我不做这种预测。我要警告的不是股价，而是缺乏理智的投资方式。

3月10日之前，股市屡创新高，拉动股市上涨的是科技股，而拉动科技股的是那些盲目乐观、妄想一夜暴富的人，他们完全丧失了怀疑和警惕。我看现在人们冷静下来了，也该冷静了，要反省一下以前他们深信不疑的想法：

- 已经涨了5倍、市盈率无穷大的股票也可以借钱买。
- 对公司的生意一无所知，只凭从朋友、电视和网络论坛获得的建议，就能买股票。
- 每年亏损几百万、上千万的公司，也完全可以给数十亿美元的估值，因为肯定会有出价更高的投资者。

从人们这样的态度就看得出来，明显存在非理性繁荣。

1996年12月5日，道指6,437点时，艾伦·格林斯潘（Alan Greenspan）最早提出了“非理性繁荣”的说法，他后来还说了好多次。出于央行行长的职责，发现了不利于经济健康发展的趋势，格林斯潘竭力抑制，他在演讲中反问道：

非理性繁荣造就虚高的资产价格，资产价格虚高，早晚有一天很容易就会陷入出乎意料的、旷日持久的萧条，但是什么时候会发生我们怎么知道？

格林斯潘是想破坏人们的兴致，挡人们的财路吗？不是。他不想让股票涨得过快过猛，希望能避免出现极端的财富效应。

“财富效应”用来描述股票等资产价格大涨对经济的影响。当资产价格上升时，人们觉得更有钱了，消费就更高。由此产生的需求超过供给时，通货膨胀就会抬头。更进一步说，当资产价格上涨趋势不可避免地掉头向下时，财富效应就产生反向作用，制约经济增长（当时，在经济疲软与通货膨胀之间，格雷斯潘更担心的是通货膨胀）。

在格林斯潘表达他对繁荣的忧虑之前，人们认为格林斯潘有权势、有智慧，在他的领导下，经济的增长会永远持续下去。格林斯潘说出了这番话后，投资者反应如何呢？在第二天交易日的最初半个小时，投资者将道指下拉了 145 点（当时这是很大的波动），但是格林斯潘所警告的繁荣很快重新占据上风，与格林斯潘发言之前相比，道指全年收盘价几乎没什么变化，接下来六个月又上涨了 1,000 点。

如果说 1996 年末，道指涨到 6,437 点是非理性繁荣，那么后来在很短时间里，最后涨到 11,497 点，该怎么解释？在此后两年里，为什么格林斯潘对这个问题保持缄默？我猜格林斯潘承受了外界的压力，可能是因为政治需要股市继续上涨，有人斥责格林斯潘大煞风景。

无论如何，格林斯潘的警告早已被人遗忘，丝毫没有阻挡市场上涨的脚步，他在人们心中神一样的地位也削弱了。毕竟，当时投资股市的美国人创纪录地达到了 49%，人们崇拜的是那些能帮他们赚钱的人，不是那些警告股市高估、阻碍股价上涨的人。格林斯潘发声警告，给投资者泼冷水，日内交易者不再把他当成偶像了。

1999 年 6 月 30 日，格林斯潘开始加息的时候，似乎谁都没当回事。在五次加息中，纳斯达克指数上升势头毫不衰减，从第一次加息时的 2,686 点，仅仅过了八个月，就涨到了 5,049 点。因此，像格林斯潘这样的人，以前人们觉得他们才华横溢，现在都觉得他们不过如此，我觉得简直太可笑了，你不觉得吗？

还有一个典型是朱利安·罗伯逊 (Julian Robertson)。1998 年中期之前，他保持了辉煌的业绩，连续 18 年，每年的平均收益率是 31.7%。1998 年中期之后，在 18 个月里，他的老虎基金遭遇了亏损和赎回的沉重打击，基金管理的资产从 228 亿美元缩水到 52 亿美元。每一天，股市都在嘲笑罗伯逊这样的价值投资者和他们喜欢的“旧经济”中的公司。几周前，罗伯逊宣布他要关门了，他说：“在我们当前的市场中，理智处于下风”而“我真的看不懂这样的市场，也不能让我们的投资者承受其中的风险。”

最具讽刺意味的是，四月份罗伯逊宣布离开的那一周，也是他职业生涯里收益最高的一周之一，可是他已经遭到了重创。我经常在想，在很长时间里，市场一直说你的判断是错的，这样受到的影响该多大。我也在想这样一个现象，那些与趋势对抗时间最长的人，最后黎明马上就要到了，他们却投降了。罗伯逊 67 岁，在两年时间里，他的投资方法没管用，很痛苦。他很有钱了，他完全可以说“受这份罪干什么？”显然，在他承受的压力达到顶点的时候，也恰恰是他最不该退出的时候。

上周，乔治·索罗斯 (George Soros) 因为风险而撤退，索罗斯是量子基金的掌门人 (量子基金在过去 30 年的业绩是，扣除费用后每年收益率 32%)，从 1989 年起就开始在索罗斯手下担任基金经理的斯坦利·德拉肯米勒 (Stanley Druckenmiller) 引咎辞职。为什么？德拉肯米勒本来是一直拒绝科技股的，1999 年中期却开始投资科技股，1999 年下半年赚了很多钱。2000 年，他因为持有大量科技股而遭受了严重亏损。《纽约时报》报道说：“.....12 月份的时候，他很清楚科技股的暴涨已经不可理喻了，但是他预计科技股还会涨一段时间.....”我们当时觉得是第八局，但其实已经第九局了 (注：棒球比赛每场有九局)。”索罗斯坦然承认：“或许是我看不懂市场，或许是音乐已经停了，但人们还在跳舞。”

在《纽约时报》的这篇文章中，一位同时接触过罗伯逊和索罗斯的分析师总结得很到位，他说：

从这个故事，我们可以得到一个启示：非理性的市场会搞死你。罗伯逊说：“这个市场不理性，我不玩了。”市场把他搞死了。德拉肯米勒说：“这个市场不理性，我要玩。”市场把他搞死了。

还有盖瑞·布林森 (Gary Brinson)，他也是一个顶级价值投资者。他把自己的公司卖给了瑞士银行 (Swiss Bank)，瑞士银行与瑞士联合银行 (Union Bank of Switzerland) 合并后，两家公司管理的资产合计达 9200 亿美元，布林森有望成为全世界第一个管理资产规模上万亿的基金经理。但是，在布林森的投资方法不流行的时候，要么是他本人，要么是他背后的其他人，失去了勇气，没能坚持下去。3 月 2 日，布林森宣布辞职，这又是一个案例。他们这样的人已经很有钱了，不愿继续遭受市场羞辱。布林森宣布辞职，又一位杰出投资者陨落了。

20 世纪 90 年代，沃伦·巴菲特已成为家喻户晓的人物，他是美国上千万

投资者的偶像。巴菲特是独一无二的，单凭投资股票就成为世界首富。他是怎么做到的？就是连续 30 年取得年均 25% 的投资收益率。但是在 1999 年的疯狂大牛市中，他的投资组合表现低迷，从 1998 年的高点到 2000 年的低点，他的伯克希尔·哈撒韦的股价下跌了 49%。过去两年里，人们显然对巴菲特没那么敬重了。

杰里米·西格尔 (Jeremy Siegel) 也被冷落了。西格尔是谁？西格尔任教于沃顿商学院，曾被评选为全美商学院最佳教授。在这轮牛市的中期，他的书《股市长线法宝》(Stocks for the Long Run) 对股市上涨起了很大的推动作用。西格尔说，从过去任何一个较长时期看来，股票都不会亏钱，也不会跑输债券或现金，这极大地增加了投资者的信心。2000 年 3 月 14 日，西格尔在《华尔街日报》上发表了文章“傻子才买科技大盘股”(Big-Cap Tech Stocks Are a Sucker Bet)。股市并没对这篇文章立即做出反应，10 天后纳斯达克指数上涨了 5%。

既然这些真正的天才人物都被鄙视了，那被追捧的是谁呢？以詹姆斯·格拉斯曼 (James Glassman) 和凯文·哈塞特 (Kevin Hassett) 为例，他们两人合著了一本书《道指 36,000 点》(Dow 36,000)。他们根据西格尔的研究，得出的结论是因为股票的风险如此之低，与债券相比，股票不应该提供溢价收益，股票过去的收益率太高了，其实根本不应该这么高。股票的预期收益率要降到比较低、比较合适的程度，例如 6%，股票当前的价格应该更高。整体市场的市盈率应该是 100 倍，道指现在应该是 36,000 点。1999 年，在《华尔街日报》的报道中，格拉斯曼和哈塞特占了不少篇幅，我就是有一个问题想不通：一年 6% 的收益率，谁愿意买股票？

最后再说一个人，弗兰克·斯拉特瑞 (Frank P. Slattery, V)，他 27 岁，1996 年开始从事投资工作。1999 年，他的小基金 PBHG New Opportunities Fund 上涨了 533%，2000 年的前 70 天，又上涨了 96%。这才是天才！（然而，在新的市场环境中，从 3 月 10 日到 4 月 14 日，这只基金下跌了 57%，2000 年的利润全亏进去了，斯拉特瑞已经辞职去寻找别的机会了。）

20 世纪 90 年代真是一个颠倒黑白的年代，该被奉为典范的遭到贬损，该被贬损的被奉为典范。

提到 20 世纪 90 年代，最近有人问我，20 世纪 80 年代“贪婪的十年”和最近这十年有什么相似之处。20 世纪 80 年代，一些精于财技的人大举进行杠杆收购，他们自己没出多少钱，就能把一流的美国公司收入囊中，这些人名噪

一时。20 世纪 90 年代，就不一样了，似乎每个美国人都迫不及待地要跳上永动机，快速发大财。

过去几年来，最大的非理性就是，在股票定价中，理智的和基本面的商业分析都靠边站了。

第一，我从成交量就看得出来，散户要么是直接买股票，要么是通过基金买股票，他们这些非主流交易者，日益成为股票的定价者。纽约股票交易所每天成交 15 亿股，纳斯达克每天成交 20 亿股，机构的交易量不可能增加得这么快。（大约在 1980 年，我买过奥本海默垃圾债券（Oppenheimer junk bonds），它的利息是和纽约股票交易所的成交量挂钩的，当时的基准是每天成交 4900 万股。）

第二，由于 90 年代股票的普及，很多一窍不通的外行被吸引了进来，更拉低了散户的整体投资水平。在这些新新投资者中，许多人根本不知道在过去股票定价的依据是盈利和股息。他们只知道股票会上涨，科技股涨得更快。估值没用：只要买入的股票故事讲得好，就会有人出更高的价格买。

第三，在券商任职的分析师的角色变了。31 年前，我开始做股票研究工作时，卖方分析师的目标是为投资者服务，从而获得更多交易，创造交易费用收入。20 世纪 90 年代，交易手续费这么低，最赚钱的是投行业务，买方分析师的工作是创造资本市场交易量。分析师力图扩大自己在投资者中的影响力，从而博得公司管理层的青睐。严谨的估值工作做得越来越少，“卖出”建议更是少之又少：要是惹怒了公司，还怎么做它的投行业务？《华尔街日报》最近引用了一位分析师的话，这位分析师任职于摩根士丹利，跟踪思科公司，从他这句话里，我们对分析师的新角色一览无遗，他们就像狗追着自己的尾巴转圈，他说：

我们只能接受现实。要是投资者想买这些高成长公司，我们就研究他们愿意花多少钱买，然后把这个价格变成目标价，给出推荐买入建议。

换句话说，投资者正喜笑颜开，我们不能说已经达到目标价了，现在的价格太高了，这不是扫兴吗？分析师只能把目标价往上提。投资新手对这些表面文章毫无所知，还真把分析师的目标价当回事。

第四，理智缺席，散户的投资方法是依据极其简单的思维方式。

- 当趋势投资赚钱的时候，人们的口号是“买入强势的股票，强势股还会涨。”
- 当市场在上涨途中不可避免地遭遇调整时，就像 1998 年 8 月，长期资本管理公司破产，新兴市场受挫，人们的口号是“逢低买入”，每次下跌后买入真的都能赚钱。
- 最近行情不好，人们失去了上涨的信心，失去了上涨的理由，我觉得现在的口号是“割肉止损”。

有的投资者不知道，也不关心什么是利润、分红、估值或公司治理，他们哪有什么勇气，怎么可能进退有度？周围所有人都在买股票，都在赚钱，他们不知道什么时候股票太贵了，不知道股票高估的时候应该拒绝参与。当市场直线下跌时，他们也不可能有信心，在极低的价格持有或买入。

说到这，我又想起了沃伦·巴菲特的那句名言：

别人行事越是不小心谨慎，我们自己行事越是要小心谨慎。

除非趋势反转，过去几周的亏损真切地表明，别人的危险行为会给你带来多大的祸害。如果新一代人能从这件事中明白，股市不是一条没风险的单行路，这也算是件好事，至少以后这样不理智的行为会少一些。

既然谈到了投资者的分析能力，我想说一下，为什么股市很长时间都对美联储的加息无动于衷。以前，只要有加息的风声，还没开始加息呢，市场就会马上下跌。这次，美联储加息五次，美联储主席格林斯潘基本上是在高喊股市太高了，他要把股市拉下来。可是股市竟然没反应，到了最近才出现调整，这该怎么解释？我认为，这还是因为那些给股票定价的人没理会。

利率上涨时股票会下跌，主要有两个原因。下面我就说一下这两个原因以及为什么这次没起作用：

第一，因为来自固定收益投资的竞争更加激烈，股票会下跌。1999 年，谁在乎这个啊？因为人们想的是股票肯定能赚 20%，就算 6.5 % 也没比 6.25% 多多少。

第二，利率更高，消费者买房、买车的花销更多，企业维持库存、设备、厂房的成本更高。这会阻碍经济发展，甚至导致经济衰退。但是如果给股票定价的

投资者不知道或不在乎经济和商业周期的规律，加息政策的影响传导到股市的速度可能就比较慢。

如果人们了解这些规律并且认识到将来会发生上述长期影响，加息很快就会导致股价下跌。也就是说，加息起作用，是因为人们都认为加息会起作用。如果人们不这么认为，加息会有什么影响呢？就像 20 世纪 70 年代第一波士顿 (First Boston) 的阿尔伯特·沃伊尼洛尔 (Al Wojnilower, 末日博士) 谈到调控货币供给时说的一句话：“没通电，干按开关。”

1999 年，股市为什么涨得这么猛？因为人们都抢着买，没人愿意卖，结果股价就暴涨了。很多人在这样的市场里赚了大钱，实际上，这表明市场存在严重的流动性不足（衡量流动性的标准是，买入或卖出一定量的股票而引起的价格变化百分比）。在买方力量远远超过卖方力量时，没人管这个叫流动性不足，人们说这是利润，谁都毫不担心。

然而在过去六个星期里，卖方力量超过了买方力量。这时候投资者找不到接盘的人，价格大跌，人们管这个叫流动性不足。换言之，暴涨的时候，人们就喜欢市场；暴跌的时候，人们就怪罪市场。

显然对于 1999 年的股市表现，人们是非常乐于接受的，其实不该这样。缺乏理智的趋势投资者盘算好了，想在音乐停止的时候收手，但是市场就这么大，不是所有人都跑得出去。

下面，我想谈一下市场有效性这个话题，这对我们橡树资本是一个非常重要的问题，我一直想找个机会说说。

最近几周，我听到了不少对一本新书的好评，书名起的很恰当《非理性繁荣》(Irrational Exuberance)。书的作者是罗伯特·席勒 (Robert J. Shiller)，一位任教于耶鲁大学的经济学家。他在书里探讨了有效市场这个理论，他说股市的波动太剧烈了，市场的估值不可能总是准确的。在四周前众所周知的那个星期二，在 70 分钟之内，纳斯达克指数出现了 3,649 点和 4,138 点。要说在这两个点位，指数成分股的估值都是公允的，怎么可能？席勒说不可能，股市不是有效的，股票的定价不理性。最近乔治·基尔德 (George Gilder) 在《华尔街日报》中也撰文说：

股市是信息的互联网。可是为什么股市里的人经常像糖果山上的神

秘生物一样精神分裂，有时享受财源滚滚的美梦，有时陷入掉下深渊的恐惧。

我也希望谈谈我自己对市场有效性的看法。我想先说在前面，学术界的观点和我不一样，理论认为我是错的。但是我的方法对我行之有效，我希望分享给你。

在我看来，市场对于许多股票而言是极为有效的。60年代我在芝加哥大学上学时，资本市场理论刚刚兴起，老师就是这么教的。1978年我不做股票分析了，我告诉花旗银行，让我干什么都行，“就是别让我把这辈子都用在研究如何在默沙东（Merck）和礼来（Lilly）之间选择了”。我当时相信有效市场理论，现在也相信。怎么说呢？

我说的这个“有效”是“速度快”的有效，不是“正确性”的有效。我的理解是，分析师和投资者都努力评估获得的所有信息，因此：

- 股价会立即吸收信息，人们对信息会造成什么影响的一致看法会立即反应到股价中。
- 由此可知，有谁能永远比人们的共识更聪明，总能预测出市场的涨跌吗？不太可能。

也就是说，尽管市场对股票的估值经常出错，但是任何人都和所有其他人接触同样的信息、都受到同样的心理因素的影响，任何人想要总是知道市场何时涨跌，都太不容易了。这就是为什么战胜主流市场如此艰难，尽管主流市场不总是正确。

我在一家慈善机构的投资委员会担任董事，我给他们提了一些投资建议，最后，我想和你分享一下这些建议，其中包括我自己的投资经验之谈，这些是审慎投资的基石：

1. 既要追求资本升值，也要追求固定收益。
2. 追求在成长投资和价值投资之间保持平衡。
3. 追求在赚钱的欲望和亏损的恐惧之间保持平衡。
4. 买入过去长期赚钱的公司。
5. 注意估值指标。
6. 注重买入便宜的股票。
7. 获利了结并重新分配资本。
8. 在行业、板块和概念之间轮动。

9. 分散。
10. 对冲。
11. 持有一些债券。
12. 持有一些现金。

按上述建议投资，1999 年的表现会怎么样？业绩肯定会很难看！这里的每一条建议都会拖累你的业绩。你该怎么做？就两点：

1. 买入已经上涨的成长股和科技股；
2. 并且在继续上涨时拿住，涨多高都不卖。

这也说明在这段时间里理智完全错乱了。

罗伯逊、索罗斯、布林森和巴菲特之所以能取得几十年的成功，就是因为他们身处的市场（1）被恐惧和贪婪驱使；（2）最后会恢复理智；（3）与极端激进相比，有理有据的分析会获得更多奖励，橡树资本喜欢这种环境。20 世纪 90 年代末，在我看来人们放弃了理智、谨慎和怀疑，取而代之的是乐观、风险容忍和追捧概念，推动市场上涨的是这些人，他们也赚了大钱。从过去几周发生的事情里，如果投资者能深刻反省，我相信将来我们会看到更多理智、谨慎和怀疑。

写于 2000 年 5 月 1 日

公司	代码	12/31/99	2000高点	2000/4/14	1999/12/31到 00/4/14涨跌幅度	2000年高点到 00/4/14涨跌幅度
Akamai Tech.	AKAM	\$328	\$321	\$65	-80%	-80%
Amazon.com	AMZN	76	89	47	-38	-48
America Online	AOL	76	83	55	-28	-34
Charles Schwab	SCH	38	65	41	6	-38
CMGI	CMGI	138	163	52	-62	-68
E*Trade	EGRP	26	33	19	-27	-41
Egreetings Network	EGRT	10	12	3	-68	-74
Etoys	ETYS	26	26	5	-82	-81
Priceline.com	PCLN	47	96	59	24	-39
Red Hat	RHAT	106	141	24	-77	-83
theglobe.com	TGLO	8	9	3	-64	-67
VA Linux Sys	LNIX	207	193	29	-86	-85
Webvan	WBVN	17	18	6	-66	-69
Yahoo!	YHOO	216	238	116	-46	-51
平均值					-50%	-61%

附言：我受到了教训，总算明白了预测未来太不容易了。我苦口婆心地说市场太高了，已经说了几年了。既然如此，我不能错过这个机会，一定要庆祝一下，到现在为止，我的上一篇备忘录“bubble.com”预测对了。上面的表格里列出了这篇备忘录中提到的股票，以及这些股票从那篇备忘录发布起到四月份低点的跌幅，以及它们从 2000 年的高点到四月份低点的跌幅。

2014/09/03 反思风险

今年四月我发表的备忘录《敢于伟大 II》(Dare to Be Great II) 反响不错, 这篇备忘录是基于我之前的备忘录(2006 年发表的《敢于伟大》(Dare to Be Great)) 并结合了我这些年一些新感悟。2006 年的时候我首次发表了一篇专门讨论“风险”话题的备忘录, 名为《风险》。随着经验的累积, 我在《投资最重要的事》一书中专门花了三个章节讨论“风险”问题。而下文是我对“风险”这个话题的新的思考。

风险究竟意味着什么

在 2006 年的备忘录和《投资最重要的事》一书中, 我提出了对传统理论中“市场波动和风险”关系不同的看法。市场波动是教科书上用来定义和衡量风险的方法, 我想这主要是因为市场波动可以被量化, 所以被用于现代金融模型的计算。在书中我称之为“可被加工的”, 当然对它的计算也是必须的。

然而, 虽然因为市场波动是可以计量和可被加工的, 而且可以作为风险的一个指标甚至是一种特殊形式的风险, 我认为把它定义为投资风险是欠妥的。在思考风险的时候, 我们认为它是一种“投资者担心的同时希望从中获得回报”的东西。我认为大部分投资者都不惧怕市场波动。事实上我从没听谁说过, “预期收益不足以保证承受所有的市场波动”。他们害怕的是实际损失的可能性。

永久损失与市场波动有很大差异。短期的市场下行并不是个大问题, 只要投资者能坚持就很可能最终获利。而永久损失是不可逆转的, 其原因可能有两个: (a) 投资者在市场下行时抛售资产止损, 原因可能是信心不足、投资期限限制、财务告急或者迫于心理压力; (b) 由于基本面问题而无力反弹。我们经受得住市场波动, 但无法使永久性损失还原。

当然, 利用实际损失的概率来定义风险的问题在于缺乏市场波动具有的一个重要特质: 定量分析。发生损失的概率与下雨概率一样不能被量化。它可以用模型来测算, 也可以被预测(前提是专家水平很高), 但是谁也不能先知先觉。

当 2006 年写首篇关于风险的备忘录时, 我第一次表述了一个重要的观点: 忘记“先验”。如果你只是用市场波动来定义风险, 你会发现即使风险发生了也无法衡量市场波动。如果你花了 10 美金买一样东西, 1 年后以 20 美金卖出, 你觉得这事有风险吗? 投资新手会说利润证明这是一笔安全的投资, 但教科书会

说这显然是一笔高风险投资，因为获得 100% 收益的唯一途径就是承担巨大风险。我认为这要么是一笔聪明的、安全的投资，事先就知道可以收益翻倍，要么就是一笔高风险投资，只不过运气很好罢了。

如果你在 2012 年做了一笔投资，你会在 2014 年知道你是不是亏了钱（以及金额是多少），但是你不知道这是不是一笔高风险的投资，因为你只有最后卖出的时候才清楚。打个比方，明天可能下雨，或者不下雨，但是明天发生的任何事情都无法在今天告诉你下雨的概率是多少。我认为下雨的概率与投资损失的风险有很多相似之处（当然不完全等同）。

不可预知的未来

大部分从事各种预测业务的人认为未来是可预知的，因为他们就是干这个的。换而言之，他们可能有意无意地认为未来确实无法预知，但为了生计必须装作可以预知的样子，例如经济学家或投资经理。

另一方面，我坚定地认为未来不可预知。我支持 John Kenneth Galbraith 说的，“有两类预言家：一类是对未来无法预知，另一类是自己都不知道自己无法预知”。无法预知的原因有几个：

- 我们明白有很多因素会对未来造成影响，例如政府行为、个人消费决策和商品价格。但这些东西都是很难预测的，我很怀疑有人可以一次性都算清楚。（人们把这个与美国国防部长唐纳德·拉姆斯菲尔德（Donald Rumsfeld）做比较，他称之为“已知的未知”：人们知道他们没法预知）。
- 未来也会受到突发事件的极大影响，例如自然灾害或人为灾难。911 袭击和日本福岛核电站泄露就是最好的例子（这些是“未知的未知”：人们不知道他们没法预知）。
- 预测未来时存在太多随机事件。2014 年初，分析师们预测美国经济开始上行，但 1 季度由于冷空气原因，GDP 下降 2.9% 让他们感到非常沮丧。
- 还有一点很关键，影响因素和结果之间的联系存在很多变数。

最后需要讨论的一点：物理是一门科学，所以电气工程师能保证如果你按下开关，灯就会亮……每次如此。但是经济学之所以被称为“沉闷的学科”，是因为它根本就不是什么科学。过去几年我们有幸看到了一个几乎与所有人观点都背道而驰的现象——利率接近 0 但是 GDP 仍然疲软，美联储缩减购债规模但利率仍没有回升迹象。在投资界，因为大部分决策都是通过人来完成的，你不能以

真正的科学思维去判断“如果 A 发生了，那么 B 一定会发生”。原因和影响之间缺乏严密的联系使得结果变得不确定。换句话说，这就是风险。

考虑到对未来影响因素众多、随机性和弱相关性，我坚信通过经验预测未来是不靠谱的，尤其是通过趋势和标准去预测存在重大分歧的走势是不可靠的。

应对不可知的未来

一个基本难题在于：做投资要求我们根据未来趋势做资产配置，但是未来又是那么不可预知。

稍微说详细点：

- 做投资需要对未来发展趋势形成自己的观点，
- 未来发展中的不利因素代表风险，
- 聪明的投资者追求的预期回报是与他们认为不利因素带来的风险相匹配的，
- 但是未来发展是不可预测的。

投资者如何才能知道他们预测未来的能力范围在哪儿呢？答案在于我们无法预测未来，不代表我们不能解决问题。预测未来是一回事儿，判断各种结果发生的概率和范围又是另一回事儿，我们做不到前者不代表我们不能做到后者。

我们可以预测即将发生的一连串事件以及发生概率，我们就可以构建一个事件概率分布。第一个关键点是：我们无法准确预测未来的结果，但是通过对事件发生概率的深入研究，我们可以确定一个事件发生的概率分布。

因为未来不是确定的，未来发生的事件也不能被准确预测，所以风险不能被准确地量化。针对“风险”，我在这里想强调的是风险预测是经验丰富的专家干的活儿，即使这样，他们预测的结果也是主观的、不精确的，同时定性研究也多过定量研究（即使是通过数字来表达）。

我非常同意爱因斯坦的结论：“不是所有有价值的都能被计算，不是所有能计算的都有价值”。我宁愿从专家那里获得一个对风险评估的近似值，也不愿意从一个受过高等教育但对投资没有深入研究的统计学家那里获得一个精确的数字。英国哲学家、逻辑学家 Carveth Read 是这么说的：“模糊的正确甚于精确的错误”。

顺便说一下，在个人生活中我赞同爱因斯坦的另一个观点：“我从不考虑未来，因为它来的太快”。然而作为职业投资人我不能这么做，我必须考虑未来，我们只是不应该将过多典型事件一并放到我们的投资观点中去考虑。

我们不知道将来会发生什么，我们只了解可能会发生什么（以及发生的概率）。谁对这个研究得越透彻就越有机会成为优秀的投资者，就像我在《投资最重要的事》一书最后一段提到的：

只有眼光独到的投资者能对未来结果的分布概率做出较为准确的判断，并且能感知潜在的回报能够弥补潜藏在分布左边长尾的风险。

换句话说，为了获得高收益，投资者必须能够时常发现市场的不对称：上行潜力超过下行风险的情况。这是成功投资的真谛。

考虑不同的结果

未来事件不确定的特点产生了投资风险。就是说如果我们能预测即将发生的任何事情，就没有风险可言了。

一只股票的收益可以通过现价和未来现金流（收入和利润）之间的公式来计算。未来现金流是由公司的业绩表现和市场对其定价来决定。我们的投资就是基于这些预期进行的。就是说如果公司盈利和估值达到我们的预期，那回报也将达到预期。投资风险来源于其中一个或两个因素没有达到预期。

简而言之，在对一家公司业绩进行预测时，投资者预测如果 A 发生了，那 B 也会发生，如果 C 和 D 也都发生了，那么结果将会是 E。因素 A 可能是新产品取得成功，那将影响因素 B——销售收入增长。如果 A 是正面的，那 B 也会是正面的。如果因素 C（原材料成本）达到预期，那么盈利也会如期增长，如果因素 D（投资者对盈利的预测）同样达到预期，公司股价就会上升，也就是我们预期的结果 E。

我们可以对影响未来发展事件的概率分布有所判断，从而可以判断因素 A 到结果 E 的一系列事件的概率。但是问题在于，会有很多结果是我们之前没有料想到的。结果达不到预期的可能性就是风险的源泉。这就引出了我的第二个关键点：正如伦敦商学院教授 Elroy Dimson 所说：“风险意味着发生的事情比

料想的多”。简短精炼的语言中蕴含着大智慧。

在《这次没有不同 - 2007 年事件这一课》(No Different This Time - The Lessons of '07) 一文中我指出：

不确定性只有在我们在回顾过去时才会显现。只有已经发生的事情是真实发生的。但是在过程当中我们并不能完全看清楚。很多事情在特定情况下都可能下生，但只有发生了的事实才能说明不确定性的存在。我想说的是（受到 Nicolas Nassim Taleb's *Fooled by Randomness* 一书的启发）历史只以一种形式发生。如果你接受这一点，那么历史与未来的关联性就比看起来低很多。

迷信预测的人倾向于认为未来只有一种可能性，如果找到这种可能性就可以规避风险。但我们知道今天存在很多种可能性，不知道明天会发生什么。而且事物是变化的，意味着明天会有新的可能。这种不确定性的发生是投资风险的源泉。

概率分布也不足以说明问题

我强调了把未来看作一个概率分布而不是单一预测结果的重要性。记住三个关键点：知道了概率并不意味着你知道将要发生什么。例如，优秀的双陆棋玩家了解掷骰子的概率。他们知道有 36 种可能，其中 6 种情况下加起来等于 7（1 和 6，2 和 5，3 和 4，4 和 3，5 和 2，6 和 1）。所以任何一次掷骰子等于 7 的概率是 $6/36$ ，即 16.7%。这是可以确定的。但是即使我们知道这个概率，我们也不知道下一个数字是几。

双陆棋玩家通常很希望能走出获胜的一步除非对手掷了 12，因为只有一种可能性能掷到 12，那就是 6 和 6。掷出 12 的概率只有 $1/35$ ，即不到 3%。但确实经常有人掷到 12，输家则会抱怨虽然走了“正确”一步但还是输了。就像我的朋友 Bruce Newberg 所说，“概率和结果之间有很大差异”。经常是小概率事件发生了，大概率事件却没发生。概率只是可能性，离发生还很远。

掷骰子如此，投资亦是如……即将发生的一个好开端揭示了风险的本质。再思考一下上文引用 Elroy Dimson 的话：“风险意味着发生的事情比料想的多”。我发现很适合把 Dimson 的话作为第四个关键点：即使很多事情可能发生，最终只会有一件事发生。

在《敢于伟大 II》(Dare to Be Great II) 一文中，我提到经济决策通常是依据“预估价值”做出的：

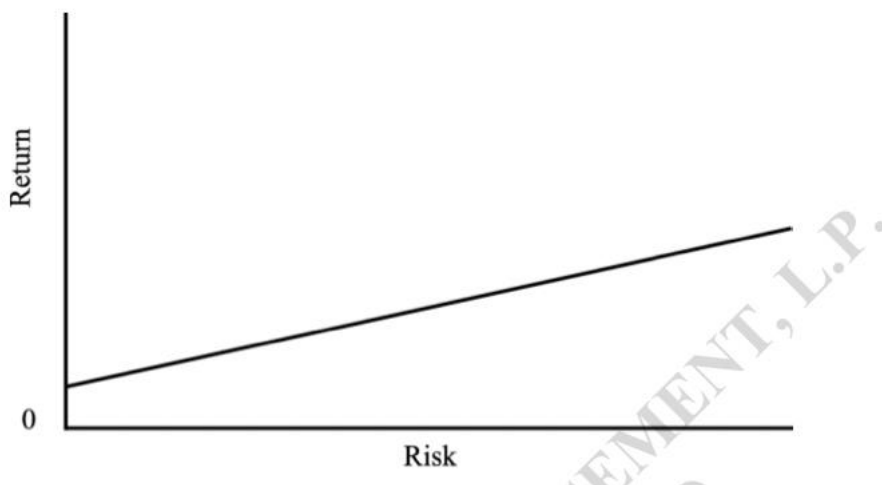
将每个可能的结果乘以概率后加权平均，然后加总取最大值。但是当预估价值按照所有结果的可能性加权平均时，可能会遇到某个完全不能接受的情况。即使很多事情可能发生，最后只会发生一件事……如果完全不能接受的情况对应的是最高估值，我们可能也不能选择这种情况。我们必须为了避免极端糟糕的结果而避免这种情况发生。我常说我对成为一名成功概率是 95% 的跳伞运动员毫无兴趣。

投资业绩（生活亦然）很像中彩票，抽取动作和随机性对整个过程可能会造成影响，但是始终是要从中抽取一张彩票。优秀的投资者对彩票具有更好的嗅觉，因此还是值得去买彩票的。一般的投资者对概率分布没有很好的嗅觉，也不很确定奖金能否覆盖买彩票的成本。

风险和回报

在 2006 年关于风险的备忘录和我的书中，我将两张图表放在一起以清楚地表明投资风险的性质。人们已经告诉我他们是该书中最好的内容，考虑到这个备忘录的读者可能还没有看到旧的那一个备忘录或者阅读那本书籍，我会在这里复述一下。

下面的第一幅图显示常规展现的风险和收益之间的关系。直线向右上倾斜，意思是这两个“呈正相关”：随着风险的增加，回报增加。

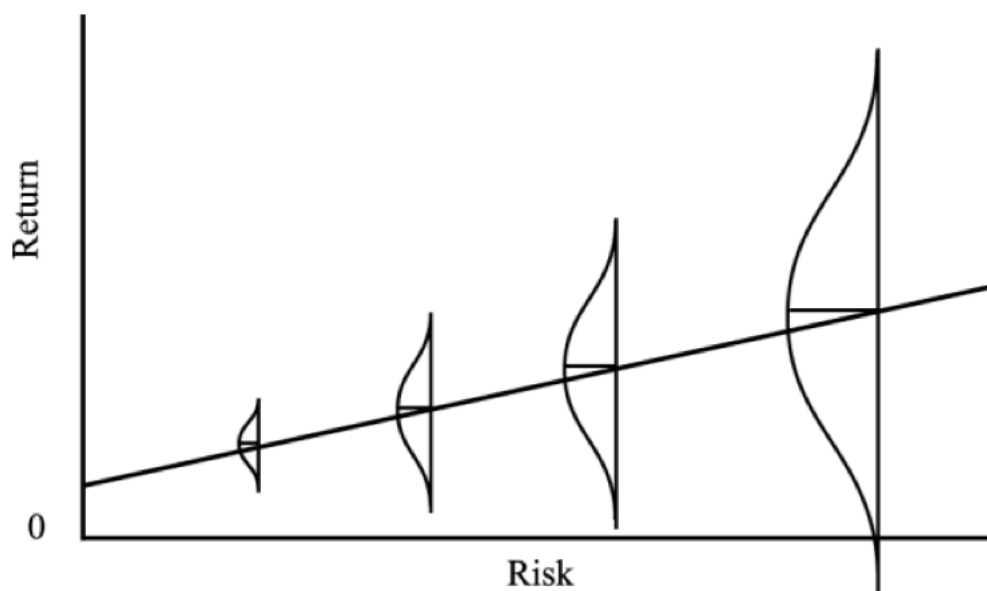


在旧的备忘录和书中，我花了较长的篇幅来阐明这个经常被认为是正确的关系（但却是错误的）所具有的含义。我们总是听到说“高风险投资者获得更高的

收益”和“如果你想赚更多的钱，就要承担更多的风险。”

这两种构想都是可怕的。简而言之，如果高风险投资者能够理所当然地获得更高的收益，他们就不是高风险者。对风险回报的错误信任已经导致投资者产生了一些困扰。

但是还有另外一种更好的方式来描述这种关系：“似乎更高风险的投资看起来应当提供更高的回报，否则人们不会这么做。”这很有道理。如果市场是理性的，看起来高风险的资产的价格应该设置的足够低以弥补现在持有的风险。但是注意“看起来”这个词。我们是在讨论投资者关于未来回报的看法，而不是事实。风险性的投资是根据定义远离他们承诺提供的高回报的确定性。因此，我认为下面的图片更准确地描述了现实。



在这里，风险和回报的潜在关系同样反映了第一幅图中的正相关趋势，但是每一项投资的结果是通过一系列可能性来展现，而不是通过向上斜线所暗示的单一结果。在水平线风险轴的每一个点，一个投资的预期回报是以钟形的可能性分布呈现在它的两侧。

这个结论看起来是显而易见的。当你向右移动，风险增加；预期的回报增加（如同传统的图形），可能结果的范围变得更宽，并且可能不好的结果变得更差。

这是投资风险精髓所在，更高风险的投资是投资者对最终结果更不确定，并且与那些追求更安全的投资相比，要面临更坏结果的可能性，而且甚至亏损的投资项目。这些投资之所以被执行，是因为它们的预期回报更高。但是预期之外的事情可能会发生。一些可能性的结果是好于预期回报，而另外的一些则显然是没那么有吸引力。

第一张图的向上斜线显示隐含的风险/回报关系的趋势。但除了预期回报随着承受的风险增加而增加的事实之外，还有很多东西值得考虑，而且要考虑到第一张图是高度误导的。第二张图显示了隐含的趋势和渐增的远离预期的真实回报的可能性。当预期回报随着风险的增加而增加，低回报（甚至是损失）的可能性也在增加。这种看待事情的方式反映了 Dimson 教授的格言“不止一种事情可能发生”。这是不可预知世界的一个事实。

风险的多种形式

永久损失的可能性可能是投资的主要风险，但不是唯一的风险。我可以想到很多的其他风险，它们中的很多会促成主要风险，或者是主要风险的组成部分。

在过去，除了永久损失的风险，我也谈到过回报不足的风险。一些投资者面临实现必须的分红水平的回报要求，如一些养老基金，捐赠的基金和保险公司。其他的有一些更基础的需求，如有足够的收入以满足生活所需。

一些投资者（特别是依靠投资收入来满足生活，尤其是在现在的低回报环境下）面临一系列的难题。如果他们将资金投资于安全的投资，他们的回报将不够。但如果他们承担增加的风险以追求更高的回报，他们会面临甚至更低回报的可能性，甚至是永久减少他们本金的可能性，这使得他们接下来的收入更加低。没有解决这个难题的好方法。

有两种可能的原因会导致回报不足：（a）预期存在高回报但却被负面事件所阻碍；（b）预期是一个低回报并且实现了。换言之，投资者面临不是一个而是两个主要的风险：损失资金的风险和损失机会的风险。两个风险只能排除一个，但不能同时都排除，为了避免其中一个而远离它将会使得你被另外一个所伤害。

潜在的机会成本（错失机会的结果）同时没有真实的损失那么被认真考虑，但是他们确实值得关注。换言之，我们必须考虑没有承担足够风险的风险。

这些天对损失资金的恐惧似乎已经远去（因为危机已经过去 6 年了），由于安全投资所能带来的不足为道的回报，对丧失机会的恐惧使得追逐高的世俗的投资。因此一个新的风险在形成：担心失去（FOMO）的风险，或者说风险是来自于极度害怕失去。担心失去机会是很重要，那些不担心的人可能会投资过于保守。但是一旦这种担心变得过度，担心失去的风险会使得一个投资者去做哪些不应该去做而且经常是不能理解的事情，仅仅是因为其他人做了哪些事情：如果他不跳

上游行花车，他会被抛弃而生活在羡慕和悔恨中。

在过去的 3 年，为了解决回报缺乏问题，橡树资本已经开发一套我们希望能够产生 10% 收益率（净收益率或者是毛收益率，我们无法更精确地说明）的 5 项风险策略。仿照福尔摩斯的故事“7% 的解决方案”，我将他们合称为“10% 的解决方案”（我们的目标是做得更好）。与客户沟通这些策略，并根据曾经要求我聚焦于他们的风险而帮助他们选择合适的策略。

“等一下”，你也许可能会说“10 年期国债的利率只有 2.5%，如杰瑞米·格兰桑（Jeremy Grantham）所说，无风险利率收益率同时也是回报为零。那么你是如何能够将目标回报定在 10% 附近？”答案是它不能在没有承担任何形式的风险情况下实现，有几种可能的候选方案。我将在下面列出我们正在有意识地承担以获得我们的客户期望回报的几个风险：

- 如今的超低利率意味着任何人投资在被认为是安全的固定收益工具的低回报。因此橡树资本在接受和管理信用风险（这个风险是指借款人将无法支付利息，并按期偿还本金）的情况下，追求可观的回报。国债被假定为无信用风险，最高等级的公司债券被认为是接近无信用风险。因此那些能够聪明地接受增加的信用风险的人，必须预见到增加收益的风险补偿将被证明是足够的。

自从橡树资本 1995 年成立以来（事实上，因为种子在 1978 年就埋下，当我在花旗银行开始进行高收益债券的努力），自愿接受信用风险一直处于橡树资本所做的核心。只有当它做得很好的时候，承担信用风险并产生可观的回报。我们的活动是基于两个信念：（a）、由于投资原则是规避信用风险，我们获得的增量收益能够足够弥补它所承载它所具有的风险及（b）信用风险是可控的。也就是说，不像普通的未来，信用风险可以由专家（例如我们）进行衡量，并通过信用的选择而减少风险。缺乏上述两者的任何一个而承担额外增加的信用风险没有意义。

- 在今天的低利率环境下，另外一种获得有吸引力回报的方式是承担流动性不足的风险，这样能够利用投资者常见的厌恶流动性不足（超额收益通常来自于投资者的回避）。持有大量非流动性资产的机构，当他们不能够出售持有的非流动性资产，在 2008 年的危机中承受了巨大的损失；因此很多机构进而对非流动性资产有着很强的风险回避并在一些情况下限制了他们组合中这些资产的规模。另外，今天散户资金在推高资产价格和降低收益率中起着很大的作用。由于散户资金不适合持有流动性不足的资产，这使得流动性不足的资产的收益变得更具有吸引力。值得注意的是，我们投资很多类型的资产，但我们不投资于共同基金或 ETFs。
- 一些策略自动引入它而另外一些策略不能够将它摆脱的风险：集中风险。

“每个人都知道多元化是一件好事，因为它降低了负面事项的影响。但是有的人避开多元化的安全而选择集中投资他们的资产或者是选择他们认为会有超额表现的管理者。一些投资策略并不允许完全的多元化因为他们受到所面对市场的限制。如果这种问题发生，将带来更大的风险。

- 特别是考虑到今天的低利率，借入资本以提升收益率是另外一种潜在的提高收益率的方式。但是这样做引入了杠杆风险。杠杆通过两种方式增加风险。第一种是放大倍数：人们被杠杆吸引是因为它可以放大收益，但是在不好的情况下，它也会放大损失。

第二种方式杠杆增加风险的方式是来自于资金风险，这是金融灾难的一个经典原因。当有人借短期资金进行长期投资的时候，这种情形就开始上演。如果资金必须在一个不方便的时候予以归还（由于到期，或者是补仓通知，或者是其他理由）而购买的资产却不能够以及时的方式进行卖出（或是仅能够以折扣的价格卖出），一项也许本来是成功的投资因而被打断或者是以悲伤而结束。一旦卖出资产以偿还杠杆，很可能很少或者什么都没有留下，在这种情况下投资者的权益将会被毁灭。这是通常所说的彻底垮台。俗话说的主要原因“永远不要忘记六尺高的男人通常是淹死在平均水深是五尺的河流中。在危机时期，从长远来看的成功是无关紧要的。”

- 当信用风险，流动性不足风险，集中风险和杠杆风险被投资人明确地辨别，他们就有希望依靠这些技巧获得成功。如果是这样，表现出来的可以提供作为风险补偿的潜在增量回报将会变成实现了的增量回报。这是投资人行动的唯一原因。

但是如同上述图片的底部所展示，投资于更广的风险曲线使得投资暴露在一个更大范围的投资结果。在有效市场中，回报拴在市场平均水平；在一个低效率的市场，回报没有被拴住。无效市场提供了一个投资者逃离市场的平均回报的“引力”的可能性，但结果可能是更好或更坏。优胜的投资者（那些具有“alpha”或者是在给定的风险水平下个人技能需要获得超额回报）有空间去做得比平均回报更好，而差的投资者的投资结果会远远低于平均。所以聘请投资经理导致了管理人风险：有可能支付管理费，但是获得的决策建议导致减损增加而不是价值增加。

我们新的信用策略基本已经涵盖了上述部分或全部风险。对这些风险的解析有利于投资者依据自己的风险偏好选择相应的策略，而这个过程需要考虑相当多的因素。

我们最常用的“新策略”是提高收入，途径是通过杠杆来放大高等级贷款带来的收益。我们认为橡树资本拥有的高等级贷款的信用风险最小，因为这些高等级贷款在所有债务中是最高等级的，且从过往的经验上看基本没有信用违约损失。

其次，高等级贷款是我们流动性最好的资产之一，意味着我们的流动性风险也非常小。高流动性有利于我们投资多样化，降低集中风险。由于高等级贷款本身高度的安全性，收益不完全来自 alpha，表明相对于其他策略来说高回报所含的管理风险要小的多。但是为了增加我们在收入提升（Enhanced Income）上的健康回报，我们必须承担相应的杠杆风险。收入提升基金 II 的 3:1 的杠杆比例会将信用损失所带来的负面影响放大（当然我们不希望带来很大损失）。然而我们对此并不担心，因为当下的局势能够让我们避免融资风险；我们可以（a）借一笔久期长于我们投资资产的债；然后（b）即使价格下降我们依旧可以不用追加保证金。

战略信贷、夹层融资、欧洲私人债和房地产债是我们 10% 解决方案的另外四条途径。

- 上述四种工具都会存在不同程度的信用风险和流动性风险（他们都集中或全部投资于私人债务），以及集中风险（因为这些工具所在的市场只有非常有限的投资机会，而在竞争激烈的市场环境下，想要抓住这些投资机会也是相当困难的）。
- 房地产债权基金只能达到一倍杠杆率，其他三种工具也只能实现少量融资额且期限较短，所以它们都没有巨大的杠杆风险。
- 然而，想要成功运用这四种工具，基金经理人必须具备很强的技能，预测回报率并且有效控制风险，所以这四种工具都有管理人风险。为了降低此风险，我们只会选择那些长期合作的，值得信赖的管理人。

对于任何一个投资所包含的风险以及我们愿意接受的风险（假设这些风险都是可以发现的）做分析是十分合理且必要的。想要获得超高的回报而不承担相应的高风险是不切实际的。

上面我提到了集中风险，这里我们也需要关注一下它的反面——过于分散所带来的风险。如果你的投资组合构成简单，或者一个金融机构只有少数管理人，一个错误的决策会对最后的结果产生巨大的影响。反之，如果你的投资组合的标的过多，或者金融机构里有众多的管理人，那么每个单个力量对整体投资收益所带来的影响也会非常有限。因为没有人会只投资一只股票或者一个管理人。即使认为他们会表现得最好，但是随着数量的增加，入选的标准会不断降低。彼得·林奇（Peter Lynch）创造了一个术语“多元恶化（diworstification）”来描述这一过程：加入到投资组合里的标的越来越少，潜在的风险调整后的收益越来越差。

我并不认为波动和风险是等同，毫无疑问，波动有时会带来风险。如果当时

的环境造成你在错误的时机卖掉了一个波动大的投资组合,你可能就将一个暂时的浮亏变成了一个永久的损失。而且即使没有流动性需求,波动性也能够影响投资者情绪,让他们做出错误的判断。在短期内是很难辨别暂时的浮亏和永久的损失。通常情况下,只有在回望的时候才能发觉这两者的区别。所以一个专业的投资者有时必须承受暂时的浮亏,因为它与永久的损失非常相似。当你在承受压力时,暂时的波动和永久的损失看上去只是文字表达不同罢了。但是波动不被列为一种投资风险,正如我之前所说的那样。但是它并不是与风险完全不相关的。

有一种风险与波动相关,或者说价格偏离其内在价值,那就是基差风险。套利者通常喜欢买一个资产,然后卖一个相关的资产。这两个资产价格通常会同步变化,除非那个较为便宜的资产在长期内为投资者赚的钱比那个贵的亏损的多,使得最后产生一个小额无风险净收益。因为这种套利操作基本无风险,所以屡试不爽。但是有些时候,这两个反向操作的资产价格变动并不同步,或者说超出了预计的范围,导致投资收益落空。这种超出预计范围的价格波动就是基差风险。1998 年长期资本管理公司就出现了基差风险,是史上最著名的灾难之一。正如长期资本管理公司主席 John Meriwether 当时所说的:“我们预计价格会收敛才投入资金,没想到价格反向变化了。”这种听上去貌似合理的理由引发了某些人认为的全球金融体系的瘫痪。

长期投资的失败还有可能归咎于模型风险。金融工程师的决策有可能 (a) 错误地认为一个非系统性的过程能够被建模,或者 (b) 应用了错误模型。在金融危机中,模型常常假定事件的发生遵循“正态分布”,但是极端的“尾部事件”比正态分布的预测的发生频率高很多。不仅如此,过分地相信模型的效力会让人冒一些基于定性判断基础上不会冒的风险,然后失望地发现他们过于信任统计学意义上的确定事件。

模型风险有可能来自黑天鹅风险,借用 Nassim Nicholas Taleb 畅销的第二本书。人们易于混淆“从未见过”和“不可能”,如果事情是第一次发生的话,这种混淆的后果会非常可怕,这也是人们在高杠杆次贷证券上损失惨重的部分原因。全国性的大量房贷违约未发生过,这让投资者确信这不会发生,这种确信让投资者采取轻率的行动,以致全国性的房贷违约必然发生。

在说坏事情这个主题的时候,我们必须讨论事业风险。在《敢于伟大 II》(Dare to Be Great II) 中我已经提到过,给他人管理财富的代理人如果亏钱的话会受到惩罚(无论是永久的亏损还是暂时的向下波动)。如果造成的亏损大到见诸媒体,无论是暂时的还是永久的损失都会给当事人的代理人带来头条风险,而有些代理人禁不起头条风险。投资人如果缺乏相应的投资收益分享的情况下,面临着回报的不对等,因此他们的决策在风险/回报曲线中就会倾向于安全的一

侧。他们更可能考虑更多在亏钱的风险，而不是错失机会的风险。所以他们的投资组合会更偏向于控制风险和防止难堪的亏钱场景（他们或许就不愿冒足够的风险来产生回报）。这是这类投资人的必然结果，也是雇主要承担的后果。

事件风险是另外一种需要担心的风险，事件风险是大概 20 年前债券发行者创造的。由于公司的董事对股东有受托责任，而对债券持有人没有，有些人认为他们可以（或者应该）做一些不被明令禁止的事情来将价值从债券持有人转到股东去。债券持有人需要一些契约来防止这种主动的掠夺，但是在当今这个时代很难找到强硬的保护性契约。

有很多方式让一个投资不成功。两个主要的因素是基本面风险（与一个公司或者资产在现实世界中的表现相关）和估值风险（与市场如何对这种表现定价相关）。多年以来，投资人、受托人和规则制定者认为购买高品质资产是安全的，而购买低品质资产是有风险的。但是在 1968 和 1973 年之间，很多“漂亮 50”（特指 50 个发展最快最好公司的股票）的投资人亏掉了他们 80-90% 的资产。自此形成了新的看法，在今天就较少有高品质能够防止基本面风险的假设，更少执着于品质的现象。

但另一方面，投资人对价格的关键作用变得更加敏感。说到底，最有风险的事是高买一个资产（不管资产品质如何），最好的降低风险的方式是付一个尽量不合理的低价。低价提供了“安全边际”，而控制风险的投资讲的全部就是“安全边际”。估值风险较容易控制，毕竟这在投资者的控制范围之内。只需做到在基本面的分析之下如果价格太高就不买就足够了。“谁不会这样做呢？”你或许会问。想想在科技泡沫时代大肆买入的那些人吧。

基本面风险和估值风险只是在一支股票或者资产上亏钱的风险，这还不是故事的全部，拼图中的另外一块是相关性。

相关性指的是一项资产的价格随着其它资产的价格变动而变动的一致程度。其它参数不变的前提下，资产组合各部分的相关性越高，一个资产组合的多样化就做得越差，在不利的发展情况下就越有风险。

单个资产没有“相关性”。单个资产与每一个别的资产有不同的相关性。一个债券与一个股票有某种相关性，一个股票与另外一个股票有某种相关性（与第三个股票又有不同的相关性），一类股票（譬如新兴市场股票，高科技股票，或者大盘股）很可能与本类别的股票的的相关度很高，但是他们与其他类别的股票的的相关度可高可低。底线：很难去估量某个资产的风险程度，但是估量它与一个资产组合中的其它资产的的相关度，或者去估量将该资产加入到一个资产组合中的影

响就更难很多倍。这个工作是真正的艺术。

固定收益投资人直接面对另外一种风险形态：利率风险。高利率意味着低债券价格——这种关系是绝对的。利率的变化对除固定收益外资产类别的影响不是这么直接和明显，但是这种影响也充斥市场。每次联邦储备局说经济形势表现优异的时候股市通常下跌。为什么？经济繁荣=更高利率=债券对股票的竞争越多=更低的股票价格。或者这样说：经济繁荣=更高利率=经济刺激降低=经济疲软。

利率上涨的原因之一是购买力风险。股票投资人(特别是和长期债券持有人)暴露在通货膨胀的风险下，他们未来得到的资金比今天购买力要低。这种情况造成投资人强调高利率和高回报来预防购买力的降低。结果是更低的股票价格。

最后，我想提一个我曾经听到的一个新的概念：上行风险。预测者有时会说“风险在上行”。起初这听起来不是特别合理。但是这可能指的是当经济形势比预测的好，利润比一致预测的高，股市比大家想象的涨得多。这些情形是正面的，所以有曝光不足的风险。

我想对风险做一些全局性的评论，在到达大的结论之前。

首先，风险是违背直觉的。

1. 这个世界上风险最大的事是投资者普遍认为没有风险。
2. 害怕市场的风险(因此投资者采取谨慎的行为)，反而是市场安全。
3. 当一项资产价格下跌，投资者认为其变得更有风险，其实这个资产变得风险更小(假设其他条件是相等的)。
4. 当一项资产价格上涨，投资者对其有更高评价，其实这个资产变得更有风险。
5. 一个投资组合中如果只有一类“安全”的资产的话，风险分散程度不够，容易遭受单一的一次打击而损失惨重。
6. 将一些“风险程度高”的资产加入到一个由安全资产的组合中能够因为增加了风险分散度而使这个组合安全程度变高，这个理论也是 William Sharpe 教授的伟大贡献之一。

其次，避险意识能够让市场保持安全和清醒。

1. 当投资者有风险意识的时候，他们需要较高的风险酬金来补偿他们所冒

的风险。因此风险/回报曲线会有一条较陡的斜率(每单位承担风险获得的相应回报大),并且市场应该奖励承受风险的行为,就如理论强调的那样。

2. 但是当人们忘记风险意识并且没能要求风险酬金的时候,即便有很少的风险酬金他们也会做出高风险的投资。风险/回报曲线将会平缓,并且冒险行为很可能终将被惩罚而不是奖励。
3. 当风险规避被过分强调的时候,投资者将进行过分的尽职调查,采取保守的假设,保留怀疑态度,并且防止高风险的投资。
4. 但是当承受风险被普遍强调的时候,这些谨慎措施将不被重视,投资将完成,为之后的亏损埋下了祸根。

简单点说,当风险规避心理和风险意识强烈的时候风险最低,反之亦然。

第三点是,风险经常是隐藏的并且具有欺骗性。当风险(可能的亏损)与负面事件相遇的时候亏损就会真实发生。所以一个投资的风险只有在一个负面的环境中才会显现出来。这个投资可能是风险的,但是只要环境保持有益,并不会显示亏损。一个投资容易受到一次严重的负面事件的影响,但是如果负面事件发生的频率不高(不可能的灾难),这个投资看起来会比实际上安全。这就是巴菲特的著名言论,“……只有潮退的时候才能发现谁在裸泳。”

打造一个既能够控制风险又能够有潜在的收益的投资组合是一件伟大的成就。但是大部分的时间这种成就也是隐藏着的,因为风险只是偶尔带来亏损……当潮退的时候。

第四点,风险是多元化的并且很难对付。在这份备忘录中我提及了 24 种不同的风险: 亏损的风险、回报不足风险、损失机会风险、担心失去的风险、管理信用风险、流动性不足风险、集中风险、杠杆风险、资金风险、管理人风险、分散风险、波动风险、基差风险、模型风险、黑天鹅风险、职业风险、头条风险、事件风险、基本面风险、估值风险、相关性风险、利率风险、购买力风险和上行风险。而且我确信我还忽略了一些别的风险,很多时候这些风险经常有重叠、有明显差异并且很难同时管理。

- 当努力降低亏损风险的时候总是会增大极度害怕失去的风险。
- 当努力降低基本面风险去买高品质资产的时候经常会增大估值风险,因为高品质资产经常在高价位上卖。

说到底,就是不能用一个单一的公式来同时降低所有的风险才使得投资是这么引人入胜并且具有挑战性的工作。

第五点，风险管理的任务不应该指定让风险经理来承担。我确信的是，一个基本面投资过程的局外人不可能对每个被投资标的资产知道得足够多而做出合适的决策。风险经理只知道应用统计学的模型和标准，但是这些模型有可能对讨论的资产主体来说是错误地，或者显然有缺陷的，没有任何证据这些模型有什么价值。特别指出的是，风险经理会尝试测算相关性并且告诉你如果资产组合在一起的话将如何表现。但是他们不能够适当预测到“断层线”，这种断层线会击溃所有的投资组合。无论如何，老话说得好，“在危机到来的时候，所有的相关性都变得同步”，所有的东西都被一起摧毁。

“风险价值 (Value at Risk)”应当告诉银行一天中最糟糕会损失多少。但是在金融危机中，VaR 被发现经常低估风险，原因在于假设条件不够恶劣。事实是风险经理在银行是必备的，在其他地方也是常备的，在 21 世纪初，花在风险管理上的金钱投入超过历史其他时期的总和……但事实上我们经历了过去 80 年里面最糟糕的金融危机。投资人会计算一些风险指标譬如 VaR 或者夏普比率（在橡树资本我们也用，这些是我们最好的工具），但是不能完全依赖这些。对我来讲底线是：风险管理应当是一个投资过程中每一位参与者的责任、应用经验、判断、以及对该次投资的理解。

第六点，风险需要不间断的对待，但是投资者实际上经常只是零星地这样做。由于只有在坏事发生的时候风险才转换成亏损，投资人往往只有在有坏兆头的时候才采用风险控制的手段。其他时候投资人可能只会将风险放在一边不考虑，期望未来都是好事。但是我们是不能预测未来的，所以我们不可能知道什么时候需要风险管控。当亏损没有发生的时候风险管控可有可无，但是并不意味着实施风险管控是错误的。最好的类比是火灾保险：有一年你买了火灾保险，这一年房子没有发生过火灾，你会认为这个保险买错了么？

查理·芒格一针见血地评论过通常意义上的投资：“这不是一件容易的事情，认为投资容易的人是愚蠢的。”

上文综合的这六点观察让我确信芒格的这个评论对风险管理来讲也完全同样适用。有效的风险管理要求深刻的洞察力和灵敏的感觉。对未来事件的概率分布需要有非常好的理解。能够有效进行风险管理的人必须有很好的判断力来辨别最重要的变量，什么能够影响这些变量，可能的结果是哪几个，每个结果的可能性有多少。顺着查理的认识，认为风险管控很容易或许是在投资领域最大的陷阱，因为他们过分自信能够控制住风险，将导致投资人进行非常高风险的投资。

所以对风险管控来说的关键先决条件包括谦逊、不骄傲自大、并且明白自己

有所不知。没有人会因为承认自己缺乏预见性、非常有风险意识、或者投资的时候战战兢兢而陷入麻烦。当经济从危机中走出来的时候或者极度低估的时候，风险管控或许会抑制投资收益，这种时候那些敢于冒很大险的人获取大的回报。但是风险管控能够延长一个投资人的投资职业生涯并且增加长期成功的几率。这就是为什么橡树资本是建立在“风险管控是最重要的事情”这个信念之上的。

在讨论这些普遍性的问题的最后，我还想指出，虽然风险管控是必不可少的，完全防止风险不是一个很恰当的目标。原因很简单：完全防止风险通常意味着没有回报。你不应该期望因为冒了险，就一定要赚钱，同时你也不应该期望没有冒险也能够赚到钱。

在当前，我认为风险管控比以往更加重要，简而言之：

1. 当今的低利率已经造成货币市场金融工具、国家债券、和高品质债券的未来回报接近于零。
2. 这也促使资金为了寻找更高回报涌向更高风险的资产。
3. 这反过来又促使一些投资人放松常有的警惕并且开始更具攻击性的措施。
4. 而最后，这造成了资本市场的标准降低，发行人更容易地发行高风险的股票，因此造成投资人很难买到安全的股票。

这点上巴菲特表达得最好，在这个话题上我经常回到他的原话上：

当别人越不谨慎的时候，我们越应该更加谨慎。

虽然投资者的行为目前还没有像金融危机前那样那么不谨慎（在我心目中投资人的不谨慎很大程度上制造了金融危机），很多层面上我们已经进入了不谨慎的领域了。从花旗 2003-2007 期间的总裁 Chuck Prince 那里借用一个类比，任何完全不愿意迎着当代的快节奏音乐跳舞的人将发现他们将很难在市场中获利。

投资者的工作包括在进攻和防守之间寻找合适的平衡点，在担心亏钱和担心失去机会之间寻找平衡。今天我感觉应该更关注防止亏损而不是追求回报。过去的三年中橡树资本口头禅是“往前走，但是保持警惕”。而现在，在重复这句口头禅的时候，我希望更加去强调一下最后三个字的重要性：“保持谨慎。”

今天，美国的经济形势和公司基本面都不错。而资产价格，虽然高，但是并不像处于泡沫水平。但是当不严谨的资本市场外加低水平的避险心理结合起来，造成投资者开始高风险投资的时候，坏事终究会到来。虽然我不能预测什么将把这一天早一点到来，我不认为现在太早去考虑一下今天的宽松市场状况。我能知道的是这些状况正在造成风险，而这种风险并没有相应的风险红利。我们必须积极应对。

写于 2014 年 9 月 3 日

2016/01/14 带投资者去看心理医生

12月12日，星期六，我很早就醒了，前一天股市、债市和原油都出现了大跌。我思虑万千，睡也睡不着了，于是，我走到桌边，开始写备忘录，把这些思绪整理出来。我知道从动笔开始写到最后发出去会用很长时间。我在表达一个想法的时候，新的想法总是接二连三的涌进脑海。最后，写了一个月才写完。

芝加哥大学的理查德·塞勒 (Richard Thaler) 教授是行为经济学和决策理论方面的权威 (他在业内举足轻重，甚至在电影《The Big Short》中客串了一个配角)。塞勒教授在他的新书《Misbehaving》中引用了维弗雷多·帕累托 (Vilfredo Pareto) 的话：“政治经济学，乃至所有社会科学，显然都以心理学为基础。”投资虽然不完全是科学，但我认为投资同样以心理学为基础。

这话我已经不知说过多少遍了，早在1994年1月的备忘录“关于寻找投资机会的随想”(Random Thoughts on the Identification of Investment Opportunities) 中，我就说过：投资者要取得成功，不但要掌握金融学、会计学 and 经济学，还要了解心理学。要弄清市场处于周期的哪个阶段、为什么、该怎么做，这都必须洞悉投资者的心理。我从市场最近的行为，不只是12月11日，还包括2015年的其他时间里，更深刻地认识到这一点的重要性。

在这篇备忘录中，我希望带市场去看看心理医生，看看我们能不能学到点什么。

2012-2014：不确定的世界

2012年9月，我写了一篇备忘录“充满不确定性”(On Uncertain Ground)。在开头，我写道：“当今世界的高度不确定性，是我生平仅见。”接着，我把我的忧虑逐条列了出来。今天，我的这些忧虑没有一个有所缓解。显然，危机后的复苏之路并不平坦。在危机后的复苏方面，2012年，我有如下忧虑：

1. **宏观增长** - 人们似乎普遍认为，未来的经济增长率会比20世纪后半叶放缓。是否因为出生率较低、生产效率增速缓慢，我们注定要承受较低的宏观增速？这个现实还会产生什么别的影响？具体而言，如果经济增速始终低迷，是否会导致通胀放缓，甚至出现通缩？
2. **发达国家的趋势** - 发达国家能在全球化经济中保持竞争优势吗？发展中国家生产的商品越来越便宜，质量也越来越好，发达国家能维持住现

有的收入水平吗？随着我们日益步入知识经济（knowledge-based economy）时代，我们还会像过去那样需要那么多教育程度较低的工人阶层吗？如果不需要的话，如何解决失业、收入差距乃至整个社会的公平问题？

3. **消费者行为** – 消费者能重拾信心，恢复过去那种大手大脚的消费行为吗？消费者还能像过去那样靠信用支撑消费，保证消费的持续增长吗？
4. **欧洲** – 在凝聚力、协同性、生产力方面，欧洲能取得进展吗？如果做不到，会怎样？欧洲央行有能力主导经济复苏吗？希腊退出欧盟的风波是否会重演？是否还会有别的国家要退出欧盟？（即将举行的公投是否会让人退出欧盟？苏格兰是否会举行公投决定是否留在英国？加泰罗尼亚是否会投票决定脱离西班牙，脱离西班牙后它还能留在欧盟吗？）
5. **国家领袖** – 许多年来，我一直用 PPT 做演讲，在其中列举不确定性的幻灯片中，有一个条目标本来应该是“领袖缺乏能力”(dearth of leadership)，但打字时错误拼写成了“领袖毫无能力”(death of leadership).....但是竟然没人挑这个毛病。纵观全球，与历史上最杰出的领袖相比，当今各国政坛领袖的水平几乎都相去甚远，在美国尤其如此。你可能认为这样很好，也可能觉得这样不好，但是华盛顿显然因莫衷一是而无所作为。正如我在“充满不确定性”中所写的：“.....美国的政治家们更看重的是‘意识形态纯粹性’（即遵循政党路线）和重新当选，而不是真正努力的解决问题。党派偏见和政治阵营之间的斗争已经日趋白热化。”
6. **福利** – 社会保障制度如同一辆轰鸣的蒸汽机车，缓慢驶向灭亡。药品越来越贵，美国人寿命越来越长，医保制度的成本迅速上升。政府为公务员提供了固定收益的养老金计划，但养老金计划却存在资金缺口。联邦政府、州政府和市政府将如何履行它们的义务？没人知道，政府里的人（特别是华盛顿的人）似乎也不关心。
7. **中国** – 作为世界第二大经济体，中国对全球经济增长发挥着举足轻重的作用。过去 20 多年里，中国的 GDP 增速始终保持着两位数的增长，从没出现过衰退。中国高速发展的基础有三点：（1）数千万人从农村迁移到城市（同时为制造业贡献更高的生产力）；（2）中国制造业以低成本大量出口商品；（3）中国拥有大量资本并投入巨资进行基础设施建设。今后上述因素对中国经济增长的推动作用将减弱，中国必须进行转型，靠拉动国内产品和服务的消费促进经济增长，中国的经济增速将放缓.....或许也会像世界其他国家一样经历经济的起起落落。这是否会导致中国短期内出现硬着陆？这对向中国出售大宗商品和制成品的国家有何影响？
8. **地缘政治热点** – 从 1991 年末苏联解体到 2001 年 911 袭击，这段时间里世界保持和平，这是刺激投资者乐观情绪的因素之一。但是近年

来，我们看到了世界并不太平，包括伊朗、以色列和中东地区的其他国家；俄罗斯和乌克兰；中国和朝鲜；以及许多国家面临的恐怖主义威胁。局势恶化不可避免，万一发生，市场将作何反应？

从 2012 年到 2014 年，上述忧虑始终困扰着投资者。在过去几个月中，我们看到原油价格腰斩；中国经济增速继续放缓；中东局势恶化的新闻不断；美联储利率政策仍不明朗。

既然市场厌恶不确定性，在正常情况下，这些问题应该导致资产价格较低和负收益。但是在 2012-2014 年，尽管负面因素众多，标普 500 的累计收益率达到了 74%，房地产价格强劲上涨，曾经是收购对象的公司价格也步步高升。此外，美国高收益债券的平均收益率与美国国债的收益率差从 2011 年年末的 706 个基点收窄到 2014 年末的 522 个基点，到了 2014 年年末，预计最差收益率 (yield to worst) 已经降到了 6.67%，这进一步反映了投资者的信心。因此，在 2014 年年末，我们发现情况是这样的：

1. 客观上存在一系列重大宏观风险（如上所述）；
2. 为了在低收益的世界追求足够的收益，投资者做出乐于承担风险的行为；
3. 因此，资产价格一点也不便宜；
4. 获得的收益率根本不可能弥补所承担的风险。

总之，考虑到基本面的情况，人们的心理太兴奋了，价格太高了。这几年的特点是预期收益率低，棘手的问题多，这两方面叠加起来很令人头疼。

2014 年 9 月，我在“再谈风险”(Risk Revisited) 中写下了下面的文字：

尽管投资者的行为还没堕落到危机爆发前的程度（我认为，正是投资者的行为导致了危机），但是从很多方面来看，投资者的行为已经进入了不理智的区域.....

在进攻和防守之间，在担心亏钱和担心错过机会赚钱之间，投资者应该追求适度的平衡。我认为，在当前的情况下，与追求收益相比，投资者更应该注意避免亏损。在过去三年里，橡树的原则是“谨慎前行”。现在重提这个原则，我更强调其中的“谨慎”二字.....

我不知道将来会发生什么，不知道算总账的日子是近是远，但是我认为，当下的市场无忧无虑，现在对这样的市场保持谨慎并非为时过早。有一点我是知道的：在当前的市场状况下，其中的风险并没有对应足够的风险溢价。

负面因素发酵

鉴于存在市场担忧的众多因素，2015 年上半年的表现充其量只能说是停滞迟缓。大多数市场勉强给出正收益，但是收益来的很勉强，投资者的日子都不好过。接着，在夏季，担忧越积越多，越来越严重，最终变得难以承受：

- 美国、欧洲和日本的经济增速持续低迷或放缓。
- 中国经济继续放缓。
- 美联储的利率政策仍然犹豫不决。加息会引发忧虑，美联储似乎也认为经济增长疲软，还不能加息。
- 原油价格重拾跌势，其他贵金属和大宗商品跟着下跌，导致相关的股票和债券价格走弱。
- 地缘政治局势每况愈下：
 - 叙利亚是个两难的困境：一条路是让暴君留下来，另一条路是把暴君推翻，但又将有一个国家陷入动乱和内战。
 - 俄罗斯出手干涉了，它频繁秀肌肉，向我们表明它不会让步。
 - ISIS 与欧洲难民潮似乎是无解的难题；巴黎和圣贝纳迪诺发生的袭击事件表明恐怖主义仍然严重威胁着我们。
 - 各方就限制伊朗核计划达成了一项协议，但专家们对此褒贬不一。
 - 伊拉克、阿富汗、以色列和巴勒斯坦还是一团乱麻。
 - 中国南海区域不时擦出火花。
- 美国政局也不见起色。党派偏见和僵持局面仍然没有改变。两年焦灼的选战在媒体中愈演愈烈，牵扯了我们太多的精力，大多数候选人都不存在积极的共识。
- 最后，市场内部出现的大量问题动摇了投资者的信心，其中包括市场流动性的降低、报价故障以及高风险信用基金的清盘。

不知道为什么，市场参与者竟然能承受这样的不确定性，竟然能保持镇定，有时候还能坚持很长时间。他们也许是信念坚定，也许是一无所知，也许是拒绝接受。前一段时间市场的情况就是这样，正如 Doug Kass 在 2014 年中期所说的，我们正在经历“一场自我感觉良好的牛市”。

但是最终还是出事了——也许是纸牌屋搭得太高了——投资者平静祥和的感觉被打破了。事情发展到了一定程度，人们再也无法保持镇定了，2015 年下半年美国信贷市场出现了大幅度下跌。

引爆点

投资者有一个最明显的行为特征：他们总是在一段时间里忽视负面因素或低估负面因素的影响，最后在下跌的时候认错服输，承认负面因素并反应过度。我认为，这种现象的主要原因是心理上的弱点，也是因为缺乏能力，理解不了事件到底有何影响。

随着负面因素累积——无论是刚刚露出苗头的，还是人们总算意识到有重大影响的一最后终于到了人们再也无法忽略这些负面因素的时候，这时候，负面因素在人们眼里就变得无比重要了。距离现在最近的引爆点发生在去年八月份。

在此之前，投资者基本是抵制负面因素，2015年前七个月，标普 500 指数上涨了 3.3%。（媒体可能会说投资者“克服了”负面因素，其实他们根本不是成功应对了负面因素，只是把它们忽略了。）

接着，八月份，中国出现了一系列负面因素：报告显示经济增长进一步放缓；从 7 月份到 8 月份，A 股下跌幅度达到了 45%；人民币出乎意料地贬值；有人认为此后的一系列救市措施不得力、不得法。

多年以来，中国经济受到了压低融资成本的过度刺激，导致固定资产投资过剩，这已是尽人皆知。受此影响，GDP 增速表现优异，但是也留下了大批空置的建筑和基础设施。所有人也都知道，有一种可能的结果是，承受经济增长放缓的阵痛，甚至出现衰退。但是到了 8 月份，外国投资者看到 A 股大跌，他们才考虑到中国经济增速放缓可能对世界其他地区产生负面影响，而且他们还把这种担忧传导到自己的市场中。因此，从 8 月 17 日到 8 月 25 日，标普 500 下跌了 11%。为什么人们会把中国的大跌传导到其他市场，例如，我们的市场？9 月份，在中国股市大跌后，我写了一篇备忘录“投资不易”(It's Not Easy)，在这篇备忘录中，我是这么解释这种现象的：

市场下跌得越猛烈，许多投资者越是要让市场替他们思考，越是要让市场告诉他们发生什么了，该怎么办。这是投资者最严重的错误之一。正如本·格雷厄姆所说，每天报价的市场先生不是基本面分析师，市场是衡量投资者情绪的温度计。你就不能太把市场当回事。对于基本面到底发生了什么，市场参与者知之甚少，他们买入和卖出背后哪有什么理智，不过是被情绪控制而已。你要是把最近的全球市场下跌解读为市场“知道”将来会怎样，那你就错了。其实就是这么回事：中国传出了一些负面消息，人们就恐慌了，特别是那些上了杠杆买股票的中国投资者，这可能是他们第一次经历严重的市场调整。看到中国投资者抛售，美国和其他国家的投资者也跟着抛售，他们觉得中国的市场下跌是一个

信号，预示着中国经济和世界经济都会出大问题。

无论到底是为什么，重要的是，我认为尽管 7 月份之前占据主导地位的是容忍风险，8 月份，人们又开始厌恶风险了。我想投资者大概是这样的：前几个月他们没察觉到风险，这回突然说：“唉呀，有这么多利空啊。”引爆点终于到来，人们被从睡梦中唤醒，意识到风险的存在性和重要性。

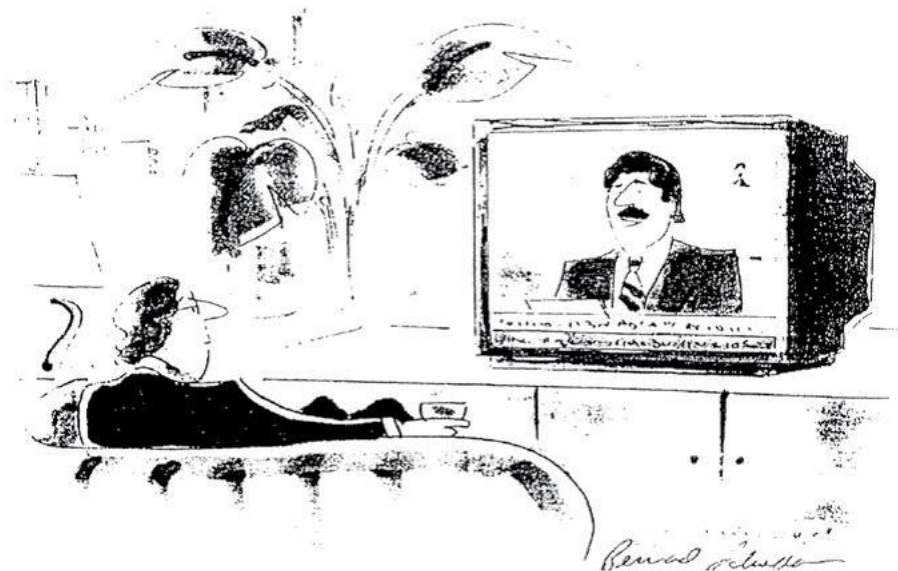
不是一半满，就是一半空？

将近 25 年前，在我写的第二份备忘录中（1991 年 4 月，“第一季度业绩”），我提出了投资钟摆的概念：

钟摆摆动弧度的中央正是钟摆的“平均”位置，实际上钟摆很少停留在这个位置。它总是从摆动弧线的一个极端走向另一个极端。但是当钟摆接近任何一个极端时，或早或晚，总是不可避免地要回归中点。

投资者为什么不能做出正确的判断？最重要的一个原因就是，他们在看待世界时缺乏客观理智，总是诉诸情绪。他们的弱点主要有两个表现形式：选择感知和偏颇解读。换句话说，他们有时候只看到有利因素，看不到不利因素；有时候只看到不利因素，看不到有利因素。他们有时候从正面角度看问题，有时候从负面角度看问题。他们的感知和解读几乎从来都不是冷静理智，不偏不倚的。

自从 8 月份中国发生的一系列事件以来，我总是回忆起我收集的一张经典的漫画，它还是那么经典：

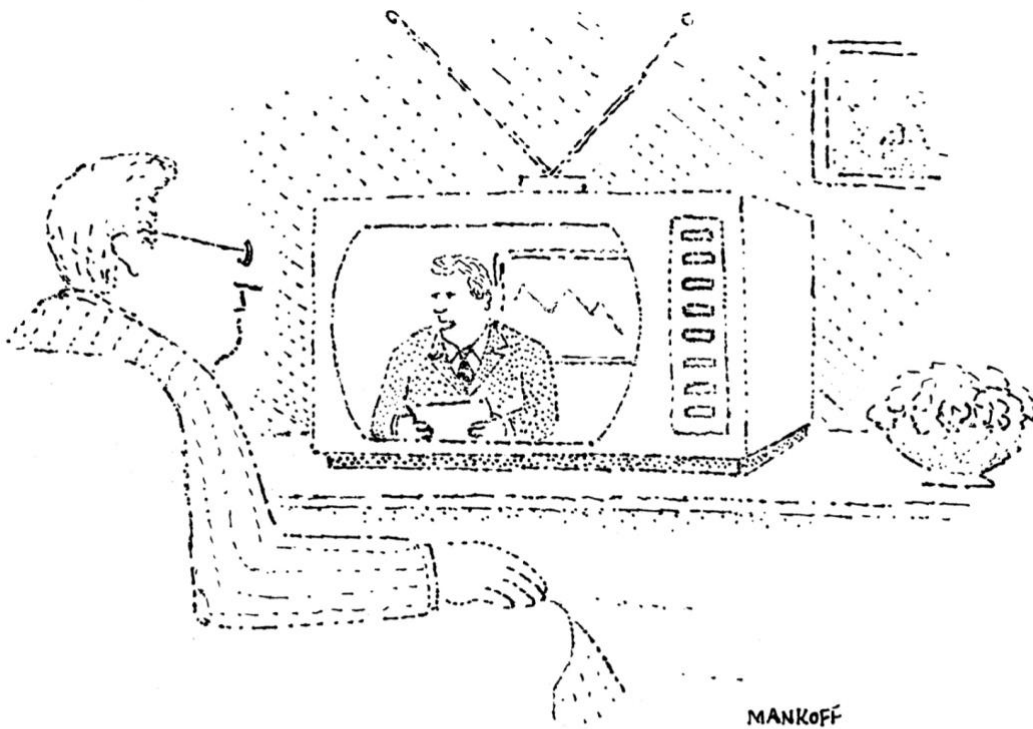


"Everything that was good for the market yesterday is no good for it today."

昨天对市场有利的一切因素在今天都变成不利因素了。

2015年，老问题更加难解，新问题频频出现，人们整体感觉没有一点值得高兴的。ISIS和难民潮失控等问题让人们完全看不到希望，投资者应对这些问题的表现根本不及格。8月份，中国发生的一系列事件成为了导火线，人们重新产生了风险厌恶和恐惧，对整个世界的震动持续数周。恐惧的解读宣泄而出，盲目乐观的风险容忍消失了，取而代之的是四处蔓延的负面情绪。

总之，投资者的心理是极少均衡考虑有利因素和不利因素。此外，眼前发生的事情会影响投资者的情绪，而投资者对事件的解读总是因为受情绪影响而有失偏颇。大多数事情都既有好的方面，也有坏的方面，但是投资者普遍只盯着好的或坏的不放，做不到均衡考虑。这让我想起了另一幅经典的漫画：



“On Wall Street today, news of lower interest rates sent the stock market up, but then the expectation that these rates would be inflationary sent the market down, until the realization that lower rates might stimulate the sluggish economy pushed the market up, before it ultimately went down on fears that an overheated economy would lead to a reimposition of higher interest rates.”

今日华尔街：低利率的消息首先使股市上涨，之后人们对低利率会导致通胀的期望使市场下跌，随后人们意识到低利率可能刺激经济，使股市重新推高，然而最终股市还是下跌了，因为人们害怕过热的经济会导致重新提高利率。

明眼人一眼就能看出来：投资者从来都不是客观、理智、不偏不倚、平和稳重的。他们一开始的表现是很乐观、很贪婪、很能容忍风险、很轻信，他们的行为导致资产价格上涨、潜在收益降低、风险增加。接着，由于某种原因——或许是引爆点的出现——他们转变为很悲观、很恐惧、很厌恶风险、很怀疑，这导致资产价格下降、预期收益降低、风险减少。

我们可以明显看到，在这两种截然不同的态度中，它们各自的种种表现往往都是同时发生的。从一种态度向另一种态度的转变，往往根本无法用常理解释。

这不简直是精神失常吗？在现实世界，事物一般在“非常好”和“不太好”之间波动。但是在投资领域，人们的感知是从“完美无瑕”到“不可救药”之间波动。钟摆从一个极端猛冲到另一个极端，几乎完全不守“中庸之道”，哪有片刻理智可言？开始是拒不承认，后来就认错服输。

错误的根源

为了解释这种狂躁抑郁症的病因，下面我要分析一下影响投资者心理的因素。在这些因素中，有很多是很明显、很好剖析的，一点也不神秘。我在“投资不易”中谈到过一些因素：

情绪是投资者的大敌之一。出于恐惧，人们很难在持股价格暴跌时保持乐观；出于妒忌，人们很难在所有人都赚钱时拒绝买入价格上涨的资产。自信也是影响很大的一种情绪，我认为，市场最近的波动主要就是因为自信这种情绪的变化。不久之前，人们的自信还是膨胀的，最近一段时间，突然就萎缩了。这种剧烈变化可能是因为幻想破灭：投资者之前以为世界局势尽在自己的掌握，有一天，他们发现自己知道的根本没那么多，这种感觉很痛苦。投资者的自信要保持适度，但是在现实中，自信和其他情绪一样，经常剧烈波动。

尽管中国的情况出现后，近期的剧烈波动就发生了，但是还有其他因素也起了作用，上个月就是这样。面对这种情况，我经常想到的一个词是“合力”。当出现一个负面因素时，投资者一般能挺住。但是当多个负面因素同时出现时，他们经常就沉不住气了。上个月的另一个负面因素是纽约梅隆银行 (Bank of New York Mellon) 的 SunGard 软件出现故障，导致这家银行无法为它管理的 1,200 只基金和 ETF 产品报价。这对投资者也是一记打击，日常必须的市场机制竟然靠不住，谁都不愿意听到这样的消息。

还有一种错误是，我们经常发现投资者不知道事情的后果和深层次影响，这可能是因为他们认识存在缺陷，也可能是因为洞察力和分析力不足。举个例子，2007年初次级抵押证券盛行，此后次贷大量违约，2008年中后期引发动荡，在此期间，人们普遍没考虑到次级抵押证券风险蔓延的情况。大多数人忽略了风险蔓延的可能性，因此，到2008年5月，标普500指数与2007年第一季度相比还基本没有变化。然而，此后受次贷危机影响，有的银行陷入瘫痪，有的银行需要救赎，雷曼兄弟申请破产，2008年年末出现了恐慌，人们担心整个金融系统崩盘。从2008年5月到2009年3月，标普指数下跌了52%。2008年末和2009年初的一系列事件给人们带来了极大痛苦，但是短短几个月前，人们还根本没预料到、没想象到会发生这些事情……尽管这些事情露出端倪已有一年之久。

人们不客观、不理智的种种怪癖对行为的影响不胜枚举。在2015年5月15日的《华尔街日报》中，Carol Tavris发表了对塞勒教授新书的评论，她写道：

我是研究社会心理学的，我总是觉得经济学家很好笑，他们还假设出“理性人”(rational man)这么个奇怪的概念。理性？谁能告诉我理性人在哪呢？早在50年前实验研究就表明人们明知决定是错的，就是不改；明知败局已定，还一意孤行；预测失败了就找各种理由，就是不承认自己错了；要是有什么和自己相信的东西不一致，就一味反对、歪曲或坚决排斥。

投资者之所以难以理解事件、它们的重要性和潜在影响，主要就是因为他们的心理存在各种怪癖。投资者的心理决定了投资者的行为，投资者的行为反过来又影响投资者的心理。投资者冷静理智、客观稳重的时候少，只看正面因素或只看负面因素的时候多。当好消息得到正面解读，拉动价格上涨时，人们就很乐观，迫不及待地要买入，反之亦然。上面说的这些都是显而易见的(特别是从事后看)，所以说，同样显而易见的是，投资者如果能正确理解和应对心理，就有可能提高投资收益。

有效市场的概念认为大多数资产的定价是“合理的”，它的理论基础是相信投资者是理智的、客观的。在现实生活中，理智客观的投资者少之又少。“无效性”说白了就是“标价错了”，它的根源是人们的偏见，人们可能喜欢一项资产，讨厌另一项资产。这种偏见可能是法律上的、文化上的、信息上的，最主要的是行为上和情绪上的。在这几种偏见中，与三四十年前相比，前三种的影响没那么

大了，但是后两种仍然时常表现出来。我相信它们会永远存在。

案例分析 – 原油

12月12日，在我开始写这篇备忘录的时候，我从《金融时报》(Financial Times) 中看到了几个负面思维的例子。下面是从一篇评论市场近期情况的文章中选取的片段：

- 原油价格暴跌到七年新低，在波涛汹涌的一周行将结束之时，股市感到了恐惧。.....作为全球原油价格基准的北海布伦特原油下跌 5.6%，跌至 37.49 美元.....一周之前，石油输出国组织未能就减产达成协议，在全球石油供过于求的情况下，油价只能下跌。
- “油价将持续低位运行。”
- 芝加哥期权交易所原油 ETF 波动率指数 (CBOE Oil Vix) 保持在 54 以上的水平.....因为预计原油价格将继续大幅波动，大量投资者买入该指数避险或进行投机。

听起来好像很严重。真的吗？有道理吗？油价下跌到底意味着什么？

在我看来，如果不是石油公司或石油净出口国，低油价未必是坏事。对于美国、欧洲、日本和中国这些石油净进口国来说，我们看到的油价下跌类似于几千亿美元的税收减免，可以增加消费者的可支配收入。油价下跌还可以增加出口国家的成本竞争优势。

美国既是石油生产国，也是石油进口国。这意味美国的宏观经济会得到成本降低和收入提高的好处，但是对于美国国内的石油公司以及为其提供产品和服务的下游公司来说，它们获得的收入会低于预期，而有些州和地方政府将遭到沉重打击。（我必须补充一点，迄今为止，各项指标并没表明低油价对美国宏观经济产生了有利影响。）18个月前，我认为用水力压裂法 (fracking) 以每桶 40-60 美元的成本开采石油，美国的制造业会获得成本优势。至少现在看来，这不可能了。

但有一点是毫无疑问的：油价下跌的影响绝对不是一点好处都没有。其实，我认为，从整体上权衡利弊，油价下跌对美国有好处，对英国、欧洲和东亚有大大的好处。那么，为什么《金融时报》将市场疲软归咎于油价下跌？首先，媒体也没办法，它们迫不得已，每天都要为我们给市场上涨或下跌找理由，油价下跌是个很好的理由.....至于到底是怎么样，你要自己好好想想，才能明白。其次，正

如《金融时报》在这篇文章中继续写的，油价下跌让人产生了一些联想，或许确实应该忧虑：

大宗商品价格的下跌引起了市场的忧虑，因为投资者担忧这表明全球需求下降，就算消费者和企业可以获得更低的成本，但是能源行业的投资会削减、就业岗位会减少，整体下来，经济还是得不到好处。

换句话说，他们的逻辑是这样的：油价下跌是因为需求减少了，石油需求减少表明经济疲软。但是，经济增长和这些没关系，我们不能让油价告诉我们经济是否疲软。在过去几个月里，石油价格又跌去三分之一，但全球 GDP 不是还在增长。

油价下跌能告诉我们今天发生什么了吗？这个不重要。重要的是，现在油价跌了，明天会怎样。在我看来，其他一切不变的情况下，今天的能源价格下跌有利于明天的经济增长。（受供求关系影响，今天的低价也可能意味着将来价格上涨。）我只是想说，现在所有人看什么都那么负面。

案例分析 – 利率

《金融时报》还说投资者是对美联储可能加息做出了反应，尽管加息早已确定无疑：

下周，美联储将加息。至少现在看来非常可能。在这一年里，市场和金融监管部门都顾虑重重，要是美联储不宣布加息，那可就是今年最令人震惊的事件了。我们现在假设美联储加息了。

这一次的货币政策转向紧缩，可以说是有史以来人们等待最久、预期最久的。

如果说一件事人们普遍已经期待了很多年，人们很长时间之前就知道这件事已成定局，这样的事变成现实时还能严重影响市场，那肯定是有问题。人们对资产的定价应当包含了他们的预期。如果人们对尽人皆知的加息做出负面反应，只能这么解释：(a) 投资者太蠢，加息前没把这个因素包含在价格中；(b) 加息幅度超于人们预期；或者 (c) 市场不理智。

12 月 15 日，道琼斯旗下的报纸引用了这样一段话：

巴克莱银行的分析师肯尼斯·希尔 (Kenneth Hill) 说：“现在人们的态度是先干起来再说。人们担心随着利率逐步走高，收益率会越来越低，有些资金会从固定收益品种流出。人们比较担忧这种情况逐步变成现实。”

在希尔先生说这番话的时候，早在两年半之前，2013年5月，本·伯南克 (Ben Bernanke) 就预示购买债券的资金会逐渐减少，可能会加息。投资者怎么可能没有足够的时间对加息的可能性做出调整，把这个因素包含在价格中？的确，几天之后的加息根本就不是什么事，要说加息导致了12月11日的大跌，太牵强了。

自从2013年伯南克做出了预示以后，我被问的最多的问题就是：“美联储会从几月份开始加息？”我的回答始终是：“我不知道，你管这个干什么？”要是有人告诉我，如果美联储三月份加息，他会这样做，一月份加息，他就会那样做，这说明他根本不明白资产价格如何包含预期。时机的差别应当毫不影响行动路线的选择。加息问题的关键是加到多少，加得多快。这界美联储是小心谨慎的鸽派，我认为他们不会大幅度加息，也不会迅速加息……除非经济出乎意料地向好。要是经济真能出乎意料地向好，这不是好消息吗，你说呢？

既然说到了利率这个话题，我想说一下在利率问题上，我近期最反感的一个现象。有些人在利率保持不变时是一种做法（尽管所有人都知道利率不会总是保持不变），现在看到加息0.25个百分点，他们的做法就完全不一样了。他们说，这是因为“我们现在处于加息的大环境中。”但是凡事都不能一根筋，看待利率也一样……不能非黑即白……不能说利率要么平稳，要么上升。关键的问题是：“加息会加多少？”“这波加息会加到什么时候？利率会上升到什么程度，是否会真正改变人们的行为？”这才是关键。

昨天，《华尔街日报》的文章中说：“最近汽车板块比大盘下跌更多，分析师和投资者认为，这是因为人们担忧美国加息将抑制贷款购车的需求，是因为人们担忧汽车销量已经见顶。”加息前景真的意味着汽车销量将大减吗？……油价可是很低的，消费者的成本下降了，驾车开销也减少了。我觉得人们可能是受负面情绪影响，突然蹦出了一个毫无根据的结论。

案例分析 – 第三大道 (Third Avenue)

第三大道资产管理公司 (Third Avenue) 宣布旗下的高收益债基金 Focused Credit Fund 将清盘，我觉得在近期的所有事件中，投资者对这件事的反应是最有意思的。根据《金融时报》的报道：

这是 2008 年以来美国发生的规模最大的基金清盘，由此引发了人们对美国公司债券市场的深深忧虑。

有些人指出要区分两种不同的情况：一种是系统性风险，一只基金出了问题，引发其他基金爆发赎回潮；另一种是个别现象，只是一只基金存在问题。

在 Focused Credit Fund 宣布清盘后，昨天，公司债又遭到抛售，许多投资者纷纷为垃圾债购买违约保险合同。

Focused Credit Fund 崩盘的原因明摆着呢，显然就是它这一只基金的问题。2014 年，作为一只管理着 35 亿美元的基金，它重仓持有风险极高、流动性极差的债券。后来，在市场流动性越来越差的时候，它遭遇了滚雪球一样的资金赎回。在这种情况下，基金经理一般会通过将持仓中最容易卖出的品种变现来筹集资金，这就导致余下的投资组合在品质和流动性上都大打折扣。2015 年 12 月，受持续赎回影响，它管理的资产下降到 8 亿美元，我听说它的持仓品种下降到不足 20 个，都是品质极差的。再有赎回，基金经理别无选择，只能把这些品种卖出，卖的价格只能是极低的，最后根本就毫无流动性了，那些还没赎回的投资者只能背黑锅了。

毫无疑问，这是基金经理的过错。封闭式基金的资本是安全的，它们或许可以进行风险高、流动性差的投资，但是开放式基金则不同，投资者每天都可以赎回，它们或许就不该进行这样的投资。资产管理规模 (AUM) 减少 80%，与此同时，流动性还骤然吃紧，哪只基金能应付得了这种情况？正如我在“流动性”（2015 年 3 月）这篇备忘录中所写的：“不管是谁，都必须考虑投资品种的现实，不能让它承担更多的流动性”，具体来说，“不管是什么投资工具，都无法增加流动性，它所投资的品种流动性如何，这个工具的流动性就如何。”流动性不足的资产碰上可能出逃的资本，还有什么能比这两个因素走到一起更容易导致投资惨败？

情绪不稳定，也没分析能力的投资者可能一下子就慌了，他们可能以为

Focused Credit Fund 的问题表明或预示着，高收益债券和其他高风险债券全都靠不住。有些投资者没那么惊慌，他们可能知道高收益债券整体上或许是安全的，但他们还是害怕流动性不足与大量资金赎回叠加，导致基金赎回潮、被迫平仓、债券价格暴跌的连锁反应。那些能控制住情绪，有分析能力的人就不一样，他们会认识到，Focused Credit Fund 的问题是它自身的问题，是个例，不代表债券市场整体存在问题，充足的信用可以为债券持有者提供最大的保护，他们不会受到市场混乱的影响。

最近的事态变化

行为经济学和由此衍生出的行为投资学，都不是纯理论。它们都研究实际问题，研究人类的弱点，研究这些弱点如何导致人们的实际行为与理论预期行为相背离。

从最近几个月的情况，我们就可以看出情绪波动是怎样改变投资环境的。下面，我分析一下困境债券市场的情况。

从 2010 年到 2014 年，美国的大趋势是经济逐步好转，公司盈利上升，信贷市场迅速转换到宽松环境，受这些因素影响，在此期间，低评级债券的违约率接近历史最低水平。因此，困境债券很稀有，而且数量有限的困境债券只集中在少数领域，例如，欧洲不良贷款、房地产、船舶制造和能源公司。综合考虑这些因素，我们橡树发现没办法创建大规模的或高度分散的困境债券投资组合。自从我们创纪录的在 2007-2008 年筹集了 109 亿美元的基金后（几乎都用于在雷曼兄弟申请破产后的那个季度投资），2010 年，我们筹集了一只 55 亿美元的基金，2011 年，我们筹集了一只 27 亿美元的基金。也就是说，我们将可投资的资本规模减为一半，然后又减了一半。

中国的经济增速放缓（除了在中国有业务的公司）与油价下跌对高收益债券的整体信用和品质没有直接联系。然而，在过去几个月里，困境债券市场发生了显著变化。

- 在此前的一段时间里，债券价格非常稳定，甚至具有不确定性的债券也是如此。然而，在过去几个月里，一些证券的价格出现了“跳空下跌”，它们不是逐渐下跌，而是一跌就跌几个点。投资者的变化很明显，他们现在对公司的负面消息非常不耐烦。
- 能源和矿产行业以外的一些公司的债券价格从 90 跌到 60，有些从 50 跌到 20，这还是 2008-2009 年以来首次出现这种情况。

- 我的同事们都认为投资者的行为变了：他们以前是乐观地看待公司基本面，根据收益率高低来评估证券，现在是悲观地看待公司基本面，根据经过重组后是否可能复苏来评估证券。
- 资本市场的环境从宽松摆动到紧缩，这是资本市场一贯的作风。以前，公司很容易就能筹措到偿还债务的资金，很容易就能延长债务期限或获得“纾困融资”。现在，公司很难获得资金，特别是那些陷入不同程度困境的公司。

12月7日，橡树在纽约举办了晚宴，招待跟踪我们的上市公司的分析师。鲍勃·欧莱瑞（Bob O’Leary）是我们的困境债券基金的基金经理，他本来打算出席晚宴。但是12月3日，他给我打了个电话，他说“您看我不参加晚宴行不行？现在忙不过来了，走不开。”我很长时间没听到管理困境债券的同事这么说了。在某些情况中，投资者态度的变化远大于基本面的变化。现在他们的态度变化给我们带来了投资机会，就在几个月前，还不存在这样的机会。

这种情况变化表明人们的悲观情绪、怀疑态度和恐惧心理在上升。我们橡树就期待这种情况，因为在其他情况保持不变时，这种变化会带来更好的买入机会。但是，请注意，现在可能只是公司业绩和信贷市场行为进入下行周期的初始阶段。因此，尽管现在是买入的时机，我绝对不是说，就该现在买。

对症下药

为了帮助投资者克服“人类的弱点”，我这个精神病医生要开个处方，帮助投资者缓解病情：

1. 要战胜市场先生的非理性，第一条就是要理解。投资者必须认识到心理因素的重要性及其对市场的影响，并积极应对。
2. 第二条是要控制自己的情绪。投资者要是像大众一样犯情绪错误，他也不可避免地会像别人一样受市场波动的危害。因此，投资者务必要在乐观和恐惧之间保持适度平衡。
3. 控制自己的情绪还不够，投资者还要掌控自己的环境。对于职业投资者来说，这一条的意思主要是要把自己的环境安排好，不要让别人的情绪波动对自己产生影响。例如，资金从基金的流入和流出、市场流动性的波动、短期业绩的压力。橡树能拒绝“热钱”，也能限制我们管理的基金的赎回条款，我们始终很看重我们由此获得的优势。
4. 最后一条是逆向思维。有了逆向思维，投资者可以把别人的情绪波动从威胁转变为武器。有了逆向思维，投资者就不仅仅是克制情绪波动了，

他们在别人更恐惧的时候，更乐观，反之亦然，这才是投资者应有的行为。

我很走运，我在刚入行的时候，就获得了很多关于投资的真知灼见。40 多年前，在纽约，我们有一项“第三个星期四午餐会”(Third Thursday Group)。当年在这个聚会上，我学到了一个见解，它或许是对我最有帮助的。这个见解讲的是牛市三阶段：

- 第一阶段：只有少数有远见的人开始相信市场即将上涨；
- 第二阶段，大多数投资者接受市场已经上涨的事实；
- 第三阶段，所有人都断言市场一定会不停地上涨。

从第一阶段到第三阶段，基本面可能没发生任何变化。变化的是投资者的态度，他们的态度变了，决策也就变了。显然，在第一阶段买入最好不过了，在第三阶段一定不能买入。

我们知道投资者会摇摆，开始是打死也不信，后来却无脑地什么都信。我们橡树的买入时机是别人悲观的时候，不是别人你争我抢的时候。给我一项投资，让我研究，我最想知道的就是在这项投资中，价格里包含了多少乐观的因素。在牛市第一阶段，没有乐观因素，这才能有便宜货。在牛市最后的阶段，乐观情绪爆棚，与基本面相比，买入价格也高高在上。要是大众的神经症对我有利，我就买；要是我也会像别人一样被大众的神经症惩罚，我就不买。

我在上文中说了，到 2011 年中期时，人们都追求收益，债券一点也不便宜，资本市场过于慷慨，投资者具有偏好风险的行为。当时，橡树的原则是“谨慎前行”。我们当时觉得我们可以在自己的细分市场里做投资，但是我们在投资时必须保持适度的谨慎。除了偶尔出现几次骤跌，去年之前，投资者没遭受什么重大损失。这样看来，我们又和往常一样，谨慎得太早了。但是 2011 年中期以来，信贷领域的机会（和收益）乏善可陈，我们虽然谨慎，也没错过什么。

如上所述，现在投资者的乐观情绪有些泄气了，消极情绪流露出来了，价格下跌了。我们觉得现在向前走可以把警惕放松一些，当然了，具体肯定要看是哪个市场及其近期表现情况。

最后，我想顺便说一下我最近经常被问到的两个问题：中国的经济放缓对美国和世界其他地区会产生什么影响？会不会出现 2008 年那种大规模的经济危机？

既然当前的大环境里存在这么多问题，我们一定要弄清哪些问题可能带来重大影响。

- 油价下跌：对于不生产石油的公司和国家，最不利的影响也就是好坏参半。
- 恐怖袭击：很恐怖，但是对于任何一个人或一个地区，我认为它属于“不可能发生的灾难”。
- 政治局势：无论谁当选，可能都还是得过且过。

我认为，综合考虑规模、潜在影响和发生的概率，在所有问题当中，中国经济可能硬着陆是影响最大的。因此，我们有必要客观地分析一下这会对美国产生什么影响。

首先，我们要知道，除了向美国出口制成品，中国并非是美国经济的中流砥柱。据估算，在标普 500 指数包含的公司的总盈利中，中国的贡献只占 1%。对中国的出口占美国 GDP 的 13%。在 2015 年前 11 个月，美国出口总量中只有 8% 是出口到中国（1060 亿美元的商品，而美国的 GDP 总量是 18 万亿美元，对中国出口商品总额占比同样远低于 1%）。

下面，我将分享保罗·克鲁格曼（Paul Krugman）于 1 月 8 日撰文进行的分析。（我总体上不认同克鲁格曼的政治立场，但是这里说的与政治无关）：

确实，中国是一个很大的经济体，占全球制造业的四分之一，中国的情况对全球都会产生影响。中国每年从全球其他国家和地区进口 2 万亿美元的商品和服务。但是，世界很大，不算中国，全球的 GDP 也有 60 万亿以上。就算中国进口严重下滑，也不会对全球消费造成严重影响。

可是金融市场是联动的，不会有影响吗？2008 年美国的次贷危机最后演变成一场全球危机，原因之一就是美国证券给外国造成了重大损失，尤其是欧洲的银行。但是中国实行资本管制，中国对外国投资者不是完全开放的，中国的股市大跌和债券违约直接产生的溢出效应很小。

总的来说，即使中国出现大的问题，对全球的影响也是可控的。但是，我必须承认，分析是这么分析，我还是不放心。我认为不必在意，但没这个胆量。为什么？

部分原因在于各国的商业周期的同步性看起来没那么强，其实很强。例如，欧洲和美国之间的出口都只占它们各自生产产品的一小部分，但是它们经常同时出现衰退和复苏。这可能是受到了金融市场联动

的影响，但是心理因素的传染也起了作用：一个主要经济体中的好消息或坏消息会激发其他经济体的动物本能。

因此，我的担心是，虽说粗略计算表明中国不会造成太大影响，但中国的问题可能传染到其他国家.....

我特别想强调一下克鲁格曼提到的“心理因素的传染”。心理因素的传染很有意思，上周，全球股市出现了这样的下跌：标普 500 指数 -6.0%、富时指数 100 -5.3%、法兰克福指数 -8.3%、日经指数 -7.0%。能出现这样的同步下跌，投资者真的独立客观地分析了事件对每个国家和公司的影响吗？我看不是这样。我认为，这恰恰表明各个市场是密切相关的，因为投资者共同的心理而密切相关。

那么 2008 年那样的危机可能再次发生吗？我认为全球金融危机不可能重演：

1. 我们没经历繁荣（无论是经济，还是股市），所以我认为我们也不会注定要衰退。因为大多数企业都没有扩张的意愿，如果营业收入持平或下降，我认为企业也不会遭到沉重打击。
2. 私营部门的杠杆已经降低了。特别是银行，它们的杠杆从危机前净资产的 30 多倍下降到今天的 10 多倍。再说现在政策也不允许银行激进地用自有资金投资了。
3. 最后，2008 年危机中的罪魁祸首是次级抵押贷款证券。当年，抵押贷款本身就不可靠，很多都是欺诈性质的。结构化的抵押贷款工具杠杆极高，评级也高到离谱。风险最大的部分从银行的投资组合中爆发出来，所以银行被迫接受救赎。重要的是，现在看来，从脆弱性和数量级考虑，我没发现与当年的次级抵押贷款和住房抵押贷款支持证券类似的情况。

我不是说就没有可担心的：央行膨胀的资产负债表，没人知道如何破解，也不知道利率会升到多高；经济增长乏力、通胀率疲软，还有上文提到的其他诸多负面因素。作为全球第二大经济体，中国的硬着陆和大幅度贬值肯定会产生深远的影响。

无论是经济学家，还是投资者，最好都不要用“永远”、“绝不”、“将会”、“将不会”、“肯定会”、“不可能”这样的字眼，我上面的分析就很注意这一点。在我看来，当年的全球金融危机及其先决条件是极为不寻常的，我不认为它会重演。但是，请注意，我不是预言家。无论是谁说的，是别人，还是我，橡树和我从来不根据对未来的预言下重注。

结束本篇备忘录之前，有个问题，我一定要说清楚。2006-2007 年，我说要小心；2008 年末期，我说要积极买入；2012 年，我说要重新保持谨慎；现在，2016 年年初，我说可以大胆一些。我说这些话的时候，都是非常不确定的。我的结论来自我的思考和经验（以及与橡树同事的合作），但是我从来都不觉得这些结论的正确性有 100%，甚至是 80%。我当然觉得我的结论是对的，但是我每次说出来的时候，都诚惶诚恐。

我和所有人读同样的报纸，看同样的经济数据。我经受同样的市场波动。影响别人情绪的因素，也影响着我的情绪。或许我对自己的思考更有自信，当然我也比大多数人更有经验。但最重要的是，不管为什么会这样，我就是能面对自己的情绪并遵循自己的结论。情绪这东西无法记录，也无法证实。否则，大多数聪明人都会得出相同的结论，都会同样的自信。和你说这些，只是想告诉你我的感受，我觉得谁都不要因为对自己的结论不确定，就害怕自己不行。哪有什么是有确定性的？

写于 2016 年 1 月 14 日

2016/01/19 市场知道什么

我的朋友桑迪是位飞行员。别人问他当飞行员怎么样时，他总是这么说：“长期无所事事，偶尔胆战心惊。”投资管理人的工作也是这样，过去几周就令投资人胆战心惊。我们看到了负面消息满天飞，价格如瀑布一样坠落。以前，投资者觉得打八折的股票和 79 美元的原油价格合理，现在价格下跌了，他们却开始担心股票和原油的风险。

在周四的备忘录“带投资者去看心理医生”（On the Couch）中，我讲到了别人问我最多的两个问题：“中国的经济放缓对美国和世界其他地区会产生什么影响？会不会出现 2008 年那种大规模的经济危机？”周五上午，彭博邀请我在演播室中讨论这篇备忘录，主持人说来说去，问的其实就是这么个问题：“市场下跌了，你担心吗？”我就用这篇备忘录来作答。

要回答这个问题，我们首先要明白“市场知道什么？”市场精明吗？你是不是该听市场的话？市场愚蠢吗？你是不是应该不理它？我在九月份的备忘录“投资不易”（It's Not Easy）和“带投资者去看心理医生”（On the Couch）中都写下了下面这段文字。

市场下跌得越猛烈，许多投资者越是要让市场替他们思考，越是要让市场告诉他们发生什么了，该怎么办。这是投资者最严重的错误之一。正如本·格雷厄姆所说，每天报价的市场先生不是基本面分析师，市场是衡量投资者情绪的温度计。你就不能太把市场当回事。对于基本面到底发生了什么，市场参与者知之甚少，他们买入和卖出背后哪有什么理智，不过是被情绪控制而已。最近全球市场是下跌了，你要是把它解读为市场“知道”将来会怎样，那你就错了。

在本备忘录剩余篇幅中，我将论证这个观点（就是说，如果你听够了，或者忙着呢，就不用往下读了）。

共识的本质

我前面提到了本·格雷厄姆，他说过一句著名的话，市场长期是称重机，短期是投票器。换言之，长期来看，投资者会一致认识到真正的价值，并使得价格回归价值。但是短期来看，市场反映的仅仅是人们是否看好资产未来的共识，而人们对未来的期盼非常善变，特别容易受心理波动起伏的影响。

那么，市场知道什么？首先，要回答这个问题，我们一定要知道“市场”这个东西根本不存在，存在的只是参与市场的一群人。市场不是别的，就是参与者的总和，这些参与者的集体知识（collective knowledge）有多少，市场就“知道”多少。

这一点一定要明白。要是你认为市场有特别的智慧，比市场参与者的集体智慧还高明，那么在这一点上，你和我就存在根本分歧。大众的思维没有协同效应。在我看来，与参与者的平均智商相比，市场的投资智商肯定不会更高。每个参与交易的人都是按他的成交量权重投票，参与特定时间点的资产定价。

各自能力截然不同的人们共同确定资产价格。在知识、经验、头脑、情绪方面，他们千差万别。有些人能力更高，但市场不会对他们另眼相待，就是把他们当成和别人一样，在短期尤其如此。总之，我对这个问题的看法是，市场价格仅仅是反映市场参与者的一般见识。这是第一点。

大众思维没协同效应，情绪却有协同效应。情绪协同效应积聚，会导致群体恐慌或群体癫狂。当 10,000 个人恐慌时，这种情绪会像滚雪球一样蔓延。人和人之间相互影响，他们的情绪愈发强烈，因此与任何一个参与者单独的恐慌相比，市场的整体恐慌可能更加严重。这一点我稍后再讲。

现在我们思考一下，投资的第一个目标是是什么？是买的便宜。我们投资时，都是追求买入低估的，价格低于价值的。价值投资者根据资产或盈利来决定价值，成长投资者根据未来潜力决定价值，但都是要买入便宜的。他们风格不同，但都是在寻找市场出错的时机。假如我们认为市场总是对的，相信有效市场假说，我们就不做主动投资者了。既然我们在主动投资，我们就得相信，与共识相比，我们知道得更多。市场是所有其他投资者的总和，显然，我们不能认为市场无所不知，不能认为市场比我们知道得更多，不能认为市场总是正确。这是第二点。

从逻辑上，我们很自然就能推出第三点：一群人没你知道得多，为什么要听他们的？在“带投资者去看心理医生”（On the Couch）中，我写道：“明眼人一眼就能看出来，投资者从来都不是客观、理智、不偏不倚、平和稳重的。”这个观点，你认同吗？市场是一位客观理智的基本面分析师，还是一个衡量投资者情绪的温度计？看看市场最近的行为，一个成熟的成年人能和它学吗？

我觉得事情明摆着：市场的见识就是一般人的见识，但是它的情绪却经常比一般人还厉害。所以，我们不能听市场的话。其实，逆向投资的理论基础就是群体在做什么，我们一般就应该反着来，特别是在极端情况下，我喜欢逆向。

案例分析 – 2008 年的暴跌

2008 年的恐慌是我见过的最严重的，导致这场恐慌的主要因素包括：

1. 大规模次级抵押贷款违约，抵押贷款支持工具崩盘。
2. 投资此类工具的基金垮掉，尤其是贝尔斯登（Bear Stearns）的两只基金。
3. 贝尔斯登破产，它别无选择，只能被摩根大通（JPMorgan）收购。
4. 陷入困境的美林证券被美国银行收购；美联银行被富国银行收购；华盛顿互助银行先是被美国储蓄管理局接管，后被摩根大通收购。
5. 美国银行和巴克莱银行（Barclays）拒绝收购雷曼兄弟（Lehman Brothers），美国财政部也拒绝救赎雷曼兄弟，它只能申请破产。
6. 如果无法筹集到资金，下一个倒下的就是摩根士丹利（Morgan Stanley）。
7. 人们纷纷猜测接下来会有哪些公司倒闭。

随后就是深不见底的下跌。下列因素对下跌起到了推波助澜的作用：

1. 银行股出现断崖式下跌。
2. 股票遭到大规模做空（过去存在限制做空的“报升规则”（uptick rule），它规定做空股票的报价必须高于上一笔交易的价格，有这个规则，做空无法蓄意打压股价。但是 2007 年，这个规则被废除了。2008 年已经没有对做空股票的限制。空头可以打压股价，他们可能是蓄意做空股价，就像 20 世纪 20 年代的“抛空打压”（bear raids），也可能是有正当的做空理由。）
3. 通过信用违约掉期为银行债务购买保险的成本急剧上升。

在这样的环境中，下列因素导致银行股越跌越厉害（至于是否是有人操纵，我就不得而知了）：

1. 有人要做空银行获利很容易，他们可以买入关于银行债务的信用违约掉期（credit default swaps, CDS）。
2. 抛售银行股，打压银行股价很容易。
3. 人们觉得银行股股价节节下跌是银行虚弱不堪的征兆，使得买入 CDS 保险的成本上升。
4. CDS 保护成本上升成为人们眼中的另一个负面征兆，使得银行股进一步

下跌。

这是我的亲身经历，确实感觉就像陷入无休无止的恶性循环。有人把这个现象比作电影“中国综合症”(China Syndrome)，这是 1979 年上映的一部电影，主演是 Jane Fonda 和 Michael Douglas。在影片中，核反应堆出现事故，反应堆中泄漏的放射性物质泄穿透地核，从美国到达地球另一侧的中国。正因为如此，受恐慌驱使，摩根士丹利的股价下跌 82%，跌到了 10 美元以下，像摩根士丹利这样暴跌的股票还有很多。

但是我们一定要注意，上述负面反馈循环持续发酵，根本不理会银行的实际情况或内在价值的变化，也未必与这些因素存在合理的联系。到最后，财政部终于对做空 19 家“系统重要性”金融机构股票的行为提出了限制。摩根士丹利以可转换优先股的形式从三菱日联金融集团（Mitsubishi UFJ Financial Group）筹集到 90 亿美元的资金注入。恐慌平息了。经济和资本市场复苏了。一年后，摩根士丹利的股价达到了 33 美元。

回想 2008 年，你是希望自己当时听从了市场的指示卖出银行股，还是希望自己拒绝它的建议，反其道而行之，买入银行股？简单说，当时的市场是对是错？

答案可能有两个：

1. 市场在 2008 年将摩根士丹利的股价打压到如此之低是绝对错误的。
2. 市场是正确的，它正确反映了发生倒闭的可能性，虽然后来没发生。
3. 2008 年的摩根史丹利只是个例，在这个个例中市场错了，但是大多数时间里市场没错。

我认为第一个答案是对的，第二个答案也有道理，但是虽说摩根士丹利完全有可能倒闭，不到 10 美元的股价，或许把这种可能性夸大了。至于第三个答案，我觉得不对。

案例分析 – 金融危机中的优先贷款（Senior Loans）

既然说到了 2008 年，我想分析一下优先贷款的表现。在过去，银行向公司发放贷款，有时候，它会和关系良好的几家银行组成共同体，拿出一部分贷款分给其他银行，自己留下其余的。后来，这种做法变了，银行开始和各种各样的买方组成广泛的共同体，一起分摊给予公司的贷款，自己留下的部分很少。与之前

商业银行的放贷流程相比，变化后的做法更像投资银行承销证券。

这样一来，像我们这样的信用投资者，都大量参与了优先贷款。优先贷款一般是发行人优先级最高的债务，人们认为优先贷款几乎没有任何信用风险。由于优先贷款按浮动利率支付利息，所以也不存在利率风险。（它们的风险很低，收益率自然也很低。）优先贷款是我投资的所有品种中质地最优良的。

人们普遍认为优先贷款非常安全，完全可以使用杠杆投资。在金融危机发生之前，市场中存在大量高杠杆贷款抵押债券（Collateralized Loan Obligations, CLO），它们投资的就是优先贷款。以较低的浮动利率借款，买入支付高浮动利率的优先债务。这种投资很有吸引力，贷款抵押债券业务迅速壮大起来。

2008 年的金融危机对优先贷款产生了严重影响。此前的优先贷款主要用于收购，按现金流倍数计算，收购价格极高。投资者担心发行人无力偿还贷款，担心贷款到期后公司无法再融资（因为资本市场的大门已经猛然关闭）。优先贷款的价格大跌，在没出现违约情况下，优先贷款还从来没跌过这么多。过去，没有陷入困境的优先贷款价格很少有低于 95 的时候，现在却跌到了 80 多，后来又跌到了 60 多。由于价格崩盘，“按市价计算”的贷款抵押债券收到了追加保证金通知，却没有资金可追加。于是，银行接管投资组合并立即组织“寻求竞价”（bid-wanted-in-competition, BWIC）交易清盘。不分青红皂白的抛售进一步打压市场价格，导致更多投资组合收到追加保证金通知，更多投资组合被在 BWIC 中清盘，这也是一个典型的负面反馈循环。

2008 年，优先贷款下跌了 29%，高收益债券下跌了 25%，优先贷款比高收益债券跌得还多。在危机中，为什么优先级债务会比次级债务跌得还多？是因为优先贷款是杠杆买入的引爆点（也是追加保证金和被迫平仓杀伤力最强的品种），而高收益债券不是。

在崩盘时，人们从来都不会思考最关键的问题。以优先贷款为例，当时要问的是：这些贷款值多少钱，能偿还吗？这取决于将来的违约情况。但是在 2008 年下半年，几乎没人能评估这个情况，几乎没人能拿出时间来评估这个情况。也没人能怀疑价格崩盘在多大程度上是由无法追加保证金和被迫平仓导致的，也没人能研究投资的基本面情况。在消极环境中，人们直接就屈服了，就卖出了。

2008 年结束时，抛盘、价格下跌、追加保证金通知、更多抛盘、价格继续下跌的循环也终止了，优先贷款的价格也止跌了，接着它们就掉头向上。2009 年，优先贷款指数上涨了 45%，也就是说，2007 年 12 月 31 日投资优先贷

款的人，在 2008 年没卖出，到 2009 年 12 月 31 日，他的投资整体上涨 3%。要是你在雷曼倒闭后听从了市场的建议，在看到负面暗示后卖出了呢？你可能怨气十足，但是你怨谁呢？是市场？还是你自己？

从下跌的市场中，能看出什么价值？

大幅价格下跌意味着什么？意味着市场参与者感觉到了基本面的恶化，但是价格下跌只是一种反映，它没预测能力。从价格下跌中，你可以看出已经发生的事情以及投资者做出的反应。有一点价格下跌完全不会告诉你，这就是，一般的投资者不知道未来会怎样。这里，我要再说一遍，我坚信（a）一般的投资者知之甚少，（b）跟随一般人的意见，你得不到比一般人更高的收益。

在我的读者中，大多数都希望比一般人收益更高。我在 2014 年 4 月的备忘录“敢于伟大 II”（Dare to Be Great II）中说过，在我的书《投资最重要的事》中讨论“第二层思维”时也说过，要获得比一般人更高的收益，你做投资就得和一般人不一样。要让自己的投资和一般人不一样，你必须想法就和一般人不一样。要让自己的想法和一般人不一样，你学的东西就得和一般人不一样，或者思维方式就得和别人不一样。绝对不能看到一般人做什么，就自己也信了，跟着别人学。

这是个很简单的逻辑：如果价格波动反映的是一般意见，听从他们所谓的建议，你的表现不会超过一般水平。

下面，我们来研究一下是否卖出的问题。下面列出了几个卖出的理由：

- 认为与基本面相比，价格高了。
- 认为与当前基本面相比，当前价格不高，但是将来的基本面会恶化，现在的价格中没包含这个预期。（换言之，与将来的基本面相比，现在的价格高了。）
- 认为不管基本面如何，价格都将下跌，也就是说现在卖出，你可以避免亏损，而且可以在将来下跌后买入而获利。

你认为这些是卖出的主要理由吗？还有其他理由吗？这些理由都合理吗？

对我来说，前两个理由很有说服力。技艺娴熟的投资者就是这么想的。在这两个理由中，做出卖出决策时都以“内在价值”为依据。理智的投资只有一种：估算出一个东西的价值，以不高于这个价值的价格买入。一切都以价值为中心。

请注意，第三个卖出的理由与价值毫无瓜葛。与现在或未来的基本面相比，价格可能高、可能低、或不高不低。你就因为你觉得价格会下跌就卖出。

首先，如果与基本面相比，价格较低，你就是害怕价格在短期内会下跌，你就卖了，这有道理吗？在价格低于价值时，长期价值投资者会持有或买入。长期价值投资者梦寐以求的就是价格低于价值。为什么就是因为你觉得价格会下跌一段时间，就卖出低估的资产？大多数人都知道处理“二层决策的股票”很难：首先，你做出股价可能下跌的判断（即使可能是愿意长期持有的股票），决定卖出，然后你还要决定什么时候买回来。去年，查理·芒格告诉我，其实叫“三层决策的股票”更准确：先是因为认为价格会下跌决定卖出，然后要决定什么时候买回来，与此同时，还要给手里的现金找点事干。根据我的经验，在那些运气好、卖出后躲开了下跌的人里，他们大多数就顾着沾沾自喜了，都忘了要买回来这回事。

所有其他情况相同，如果一个东西价格下跌了，你应该希望这个东西在自己手里更多，不是更少。买入并持有的价值投资者不动如山，毫不理会价格波动。逆向投资更是高明，逆市场而动，在价格下跌时买入，在价格上涨时卖出。

其次，既然不考虑基本面，那么是根据什么做出第三种卖出决策的？归根结底，使得资产价格变化的因素有两个：一个是（宏观或具体资产）前景的变化；一个是人们对资产态度的变化。换言之，一个是基本面，一个是估值。基本面的因素上面讲过了。要是你想利用价格变化获利，但是不研究基本面，你只能去预测投资者心理的变化。如果你读了“带投资者去看心理医生”（On the Couch），还不信投资者的心理无法预测，我这篇备忘录也说服不了你。

我的结论是，在每天的波动中，市场不看内在价值，在出现危机时，市场更不看内在价值。因此，你从市场价格波动里，看不出什么基本面的信息。即使在最正常的时候，当投资者从基本面出发，而不是受心理因素影响时，市场反映的也只是参与者所认为的价值，不是真正的价值。一般的投资者不懂价值，市场也不懂价值。听从一般投资者的建议，你当然不可能超过一般的投资者。

从下跌的市场中，能看出什么心理？

基本面——经济、公司或资产的前景——每天没多大变化。每天的价格变化基本上只是（a）市场心理的变化，因此是（b）有人想买、有人想卖的变化。每天的价格波动越大，越能证明上述说法的正确。巨大的波动表明人们的心理发生了巨大的变化。

我在第二页中说了，情绪波动——市场情绪或心理的摇摆——似乎确实具有协同效应。也就是说，在大众心理中， $2 + 2 = 5$ 。虽然我认为资产价格中反映的智慧，不会超过所有市场参与者的平均智慧，但是我相信，与单独的市场参与者的情绪波动相比，受群体心理影响，所有市场参与者情绪波动的合力会更加极端。简而言之，人们的疯狂相互传染。在逆境之中，就像现在，他们的抑郁一个传染一个。这个因素是我们的困境债券团队在 2008 年享有的一个优势：在纽约，所有人都在散布恐慌，互相传染，但我们的团队不在纽约，他们能在市场低位买入。

同样地，我们还是可以通过逻辑把这个问题想明白。我们都知道，所有人都想在低点买入（而不是卖出），在高点卖出（而不是买入）。所以，追涨杀跌的道理何在？追涨杀跌的人肯定是这么想的：（a）下跌和上涨还会继续，还不会反转；（b）他们有能力判断在下跌的哪个阶段“买入”和“卖出”。有些天赋异禀的人或许有这个能力，这样的人不多。总之，我觉得因为下跌而卖出（就像因为上涨买入一样）太蠢了。

在价格下跌之时，有些卖出理由的的确是正当的：

- 有些人感到恐惧越来越重，不得已只能降低仓位，让自己保持镇定。
- 有些人亏了很多钱，只能卖出，免得亏到连生活费都没了。
- 有些人必须平仓，因为债主追债或是投资者要赎回。

这些理由都不是“不合理”的，就是对于用上这些理由的人来说，赚钱与他们无关了。

大多数成熟的投资者很清楚与基本面相比，波动的短期价格很低，他们知道要是他们能坚守仓位，经受住市场波动，会获得最高的收益。但是有时候他们还是会卖，可能就是因为上面的几点原因。这么做可能导致的后果是，无法参与以后的估值修复，短期波动变成永久亏损。我认为，这是投资中的原罪。

媒体知道什么？

我总是能从报纸或电视中找到一些材料来证明我的观点，下面的文字来自星期六《纽约时报》商业版第一篇文章：

市场抛售严重或已发出预警，美国经济放缓担忧加剧

到了这个时候，或许所有人都应该再次严肃看待市场。

在新年过后的前几个交易日里，股价大跌，许多华尔街专业人士还认为市场下跌是正常调整，和近几年里的许多次调整没什么两样，调整过后会继续上行。

但是在本周，随着抛压愈发沉重，这种声音消失了。尽管美国经济最近不乏亮点，但现在投资者普遍担忧市场下跌发出了信号，预示着美国经济增速即将放缓。

投资者的恐惧在于，中国的经济问题已经在全球引发了负面连锁反应，最后美国人和美国公司也在劫难逃。

归根结底就是这么个简单的问题：市场是人们所知信息的反映呢？还是人们应该把市场所知作为行动依据呢？若是后者，“市场”知道的信息是从哪来的，如果不是来自人的话？我认为很简单：如果人们听命于市场，他们就是听从自己给出的意见！

我在备忘录的开头放了一个老鼠夹，现在该触发了。在第一段，我写了这么一句话：“我们看到了负面消息满天飞，价格如瀑布一样坠落。”这句话，你可能就是一扫而过了。这句话对吗？抛开中国和市场波动不谈，综合下来，我们真的是看到了更多负面消息吗？难道不是人们只盯着坏消息，不理睬好消息，总是把事情往坏了想吗？

心理会通过多种方式变成“现实”，通过反馈影响基本面，例如，资产价格下跌导致负面“财富效应”，人们觉得自己变穷了，就减少消费和投资，心理影响现实的方式还有很多。尽管市场下跌会造成负面反馈的影响，我还是认为，综合来看，美国和欧洲经济的基本面并不是消极的。

周五，在愁云惨淡的下跌中，我参加了一个小型午餐会，在座的包括投资专业人士以及负责政府经济和金融的现任和前任高层官员。细节我就不多说了。大家的话里都有不少“一方面怎么样”“另一方面怎么样”，但是没人觉得今年会出现衰退。那么那些发出价格下跌信号的人是谁？别人怎么就要慎重对待价格下跌的信号？

在本文最后，我希望彻底澄清一点。我不是说，在所有的价格下跌或上涨中，市场从来都是不对的。我只是说，市场没什么特别的智慧，它传达的信息靠不住。不是说市场总是错的，而是你不应该相信市场是对的。

下跌出现后，有些投资者觉得还会跌，他们就在下跌时卖出，等他们觉得要涨了，再抄底买入。要是你看股价走势图就能判断出什么时候下跌还要继续，什么时候下跌结束了，那么在这点上，你和我又存在一个根本分歧了。我们只能根据价格与基本面的关系，预测未来的价格波动。市场短期波动剧烈、缺乏理智，只有长期价格才能预测。要预测长期价格，市场什么忙都帮不了你。

写于 2016 年 1 月 19 日

2016/05/26 经济现实

1977 年，阿拉伯国家石油禁运，美国能源前景堪忧，吉米·卡特 (Jimmy Carter) 总统成立了能源部，任命詹姆斯·施勒辛格 (James Schlesinger) 为一把手。施勒辛格历任原子能委员会 (Atomic Energy Commission) 主席，中央情报局局长、国防部长，早年在弗吉尼亚大学教授经济学。在他就任能源部长时，流传着一个恶搞的段子，讲的是他在学术圈的轶事，很好笑。

这个段子是这么讲的：施勒辛格不遗余力地宣扬资本主义，学生们听得心悦诚服。听了他讲的经济学，两个学生决定毕业后创业。他们打算从银行贷款买卡车，在弗吉尼亚州农村收木柴，运到乔治城，卖给那里的有钱人。看到学生有这样的企业家精神，施勒辛格热情地给他们鼓劲，两个学生走上了创业路。创业之初，两个学生的生意火爆，简直供不应求。

没想到有一天，银行打电话过来，说他们账上没钱了，要把他们的卡车收回去。两个学生赶紧向老师讨教。施勒辛格认真地听他们讲了事情的经过。他们收购了大量木材，50 美元一立方，他们也卖出去了大量木材，40 美元一立方。怎么能破产呢？哪出问题了？施勒辛格深吸了一口烟斗，说：“答案很简单，你们的卡车太小了，得买个大的。”

这个段子是恶搞施勒辛格的，施勒辛格不可能如此不堪，但是大多数普通人确实没见识，在经济方面，什么行得通、什么行不通，他们不懂。现在正是选举季，候选人纷纷抛出对策，许下能带我们走出经济困境的各种承诺。借此机会，正好谈谈受经济规律的制约，我们能做到什么，做不到什么。物理定律 100% 有效，经济规律不是这样，但结果的区间范围一般脱离不了经济规律的制约。在这篇备忘录中，我要指出央行和政府的一些举措，以及总统候选人的一些承诺，如何公然违背了经济规律。

上高中时，我听从一个好朋友的建议，选修了会计课。复式记账法有逻辑，有对称美，一清二楚。学完会计，我又选修了经济学，经济学同样富有逻辑。这些知识为我日后进入商业领域奠定了基础。

从关于施勒辛格的那个段子，我们可以看出来，经济学原理简单明了，经济规律客观可靠。50 美元买的东西，40 美元卖，哪能赚钱，很快就会破产。2000

年 1 月，在 bubble.com 这篇备忘录中，我讲了一个笑话，是我父亲 60 多年前给我讲的：

“我这都是赔本卖的。”

“那你这生意怎么做得下去？”

“我主要靠走量。”

在我们这些从事商业活动的人眼里，经济规律决定现实。（读者可能觉得奇怪，我以前不是取笑经济学吗？经济学和经济预测不是一回事。我蔑视的是经济预测，不是经济学。）本篇备忘录将探讨经济规律决定现实这一主题，分析人们（特别是政治家）提出的那些违反经济规律的做法，并解释这些做法为何行不通。

我们先从央行的货币刺激政策说起。央行掌握着一系列推动经济增长的政策工具，例如，降低向银行贷款的利率，或者直接买入资产（“量化宽松”，译注：量化宽松是指为了降息和增加货币供应量，央行直接从市场购买政府债券等证券。）从理论上讲，这两项政策都有增加流通货币量、刺激经济活动的作用。利息越低，流通的货币量越多，个人和企业的贷款、消费、投资意愿越强，经济活力也随之增加。

其实没这么简单。央行对经济活动的刺激是暂时的，它创造不了长久的经济进步。简单来说，GDP 或全国总产值等于投入的劳动总量与单位劳动产值（即生产效率）二者的乘积。长期来看，这二者与流通货币量或利息无关。一国的经济活动水平取决于它的生产效率。

央行的举措可以有刺激或推动作用，但不能凭空创造经济活动。央行能做到的基本上就是把未来发生的事情挪到现在。央行的政策不能产生长期效果，它只能让事件加速发生，最终还是逃不过零和效应。正如芝加哥大学布斯商学院 (Chicago Booth School of Business) 的兰达尔·克鲁斯内尔 (Randall Kroszner) 教授在写给我的一封信中所说，央行政策最大的作用在于：

（央行）可以遏制金融危机的广泛蔓延，防范金融崩盘把整个经济拖入泥潭。出现金融危机时，如果央行政策得力，完全可以避免恐慌给整个经济造成冲击，这时候就不能说它的政策是预支未来、寅吃卯粮了。

从前，汽车经常打不着火，往化油器里加启动液才能把车发动起来，但是启动液不是燃料，不能一直让车跑。

举个例子，鼓励人们贷款消费，人们手里有钱了，今天能买将来才会买的东西，或者买将来根本不会买的东西。有了低息贷款，本来是打算明年买的船，消费者可能今天就会买。不管贷多少款，人们一辈子能赚多少钱是不变的，到将来还钱的时候，可支配收入减少，人们买的船也会减少。

从过去七年的情况来看，到目前为止：(a) 央行不遗余力，但它所期盼的经济增长还没实现；(b) 刺激政策一波接一波，效果越来越弱。

我的结论是：央行不能提高生产力，在发展过程中，每个经济体有其固有的增长率。决定长期产值的是这个增长率，不是央行政策。

中国、爱尔兰、西班牙、亚利桑那州，在过去几年里，这几个地方有什么共同点？答案很简单：大量空置新房。过去十多年里，这些地方的政府和央行制定了宽松的融资政策，鼓励建筑行业，刺激经济增长。这样的政策对经济有奇效……2007-2008 年经济危机发生之前那几年，经济就享受了这样的奇效。

建筑业的繁荣能带动就业、建材、以及支持服务和配套行业发展。问题是，受宽松融资政策的驱使，特别是在项目所需的全部资金都可以通过融资获得的时候，开发商会蜂拥而上，最后楼盘多的没人买。没人住的房子、没人用的办公楼、不赚钱的基建项目，在短期内能拉动 GDP，但是会给国家的金融体系带来沉重负担，那些贷款给建筑公司的银行负担最重。到最后，坏账要银行背，说不定还得政府出手纾困。

再举个例子，有一家中国国有企业，舜天船舶 (Sainty Marine)，最近它频频见诸报端，因为它成了中国第一家申请破产的上市公司。舜天船舶最早是做船舶买卖生意的，后来开始自己造船。在船舶制造行业，公司签约造船，能不能赚钱却没保证，舜天船舶也一样。舜天船舶开展造船业务需要融资，从国有银行获得了贷款。国有银行借钱给国有造船厂，谁会考虑商业可行性？造出来的船，能签上租赁合同吗？租赁合同值钱吗？哪有人操这个心？

产能过剩的错误没法完全避免，关键是如果做决策的人不顾经济常识，这样的错误更容易犯。无论贷款能否收回，发放贷款的人都无需负责，他们能慎重地驳回高风险的贷款申请吗？无论贷款能否还上，向银行贷款的人都不受影响，他

们能拒绝唾手可得的融资吗？

贷款总有还不上。贷款变成坏账，借贷双方都很受伤。有句话说得好，“破产之于资本主义，正如地狱之于天主教义。”当事双方都不追求盈利，也不担心亏损，怎么能做出合理的经济决策？

有一天，我在骑车上班的路上听新闻，听说法国工人正在举行抗议活动，他们反对修改劳动法，因为劳动法修改后，他们的工作就没那么稳定了。长话短说，法国工人希望保持现状：一周工作时间不得超过 35 小时，公司想裁员需要通过繁琐、冗长、难以预料的程序。法国工人还很享受着超长的假期和优厚的国家福利，这些也不想改变。问题是，工作时间、单位时间生产效率都低于平均水平，还要享受高于平均水平的待遇，钱从哪来？繁荣富足不是政府或劳动监管部门能创造的。

在当前的竞选活动中，伯尼·桑德斯 (Bernie Sanders) 呼吁为所有人提供免费医疗和免费公立大学教育。所有候选人都保证捍卫当前的社保福利。其他因素不变，继续保持当前的社保福利，美国政府早晚要破产。这些福利都有代价，要么从 GDP (税收收入) 里出钱，要么举债。政府不可能变出钱来，从这方面来说，政府和家庭或公司没什么两样。

为了变出钱来，有的政府想了一招：向富人多征税。富人吗，自然是钱多的用不完，别人比他们钱少，不一样生活？

这十几年，“民粹主义”在政治舞台上日渐盛行。民粹主义者给社会各阶层划分界线，声称自己代表普通人的利益，其实是为了利用低收入群体的仇富心理。受全球化、业务外包和技术进步的冲击，有些工人阶层被甩在了后面，他们对经济现状感到不满。民粹主义者利用了这一点，在当前的美国大选中很有市场。两党中的“局外人”或新派候选人——唐纳德·特朗普 (Donald Trump) 和伯尼·桑德斯——这招用的最高明。他们告诉民众现在的经济搞得不好，让他们把气撒到富人身上。现在连希拉里·克林顿 (Hillary Clinton) 提到有钱有势的人时都说：“天平偏向了他们一边……我要重新洗牌。”

税收政策是政界人士发泄阶级情绪的主要工具。他们一般都会说这句老掉牙的话：“我们不是想敲富人的竹杠，就是要让富人交他们该交的。”我在“*It's All Very Taxing*”(2011 年 11 月)这篇备忘录里讲过这个问题。在我看来：(a)“该交的”是多少无法判断；(b) 各路专家众口纷纭；(c)“该交的”似乎总是

要多交。

应该说，大多数民主社会都会出现这个阶段，大众认为顶层的社会精英是现金奶牛，有挤不完的奶。“再榨他们一点，他们只能干瞪眼。”其实，“多数人的暴政”不是什么好事。首先，有能力的成员为社会做贡献会得到丰厚的奖赏，这样的社会才能更好的发展；其次，税收与罚没无异，这会扼杀人们奋发向上的斗志；最后，政府增加税率，纳税人未必毫无反抗之力。

4月30日《纽约时报》(The New York Times)发表了一篇文章“最大纳税人搬走，新泽西州担忧”(One Top Taxpayer Moved, and New Jersey Shuddered)。这篇文章讨论的是纳税人对增加税率的反应，文章开头讲了新泽西州收入最高的人搬到了佛罗里达州。(新泽西把最高档次的所得税税率从1996年的6.37%增加到现在的8.97%，而佛罗里达州不收州政府所得税。)

新泽西州众议院的共和党领导人 John Bramnick 说：“要是你一年赚几亿，要把10%交给新泽西州政府，你自己算算是多少。搬到佛罗里达州，一年能省几百万，怎么能怪人家搬走呢？”

在纽约、加州、康涅狄格州、马里兰州、新泽西州，纳税最多的1%缴纳的税款占所得税总额的三分之一以上。几个甚至一个亿万富翁贡献的税收都会对这些州的财政收入和预算产生明显影响.....

根据加州政府公布的数据，2013年，加州收入超过500万美元的5,745位纳税人缴纳了100多亿的所得税，占该州纳税总额的19%。“对于依赖所得税的各州来说，这些富人打个喷嚏，他们所在的州就要感冒.....”

不是所有人都会为了少交税而搬家，但有些人会。美国50个州里有七个州是不征收州所得税的。政府要收税，但也别忘了纳税人是活的，不是说把税率增加10%，就能多收10%的税。南茜和我在纽约发现很多人的居住地是佛罗里达州，经济规律决定现实，政府别总想着向富人过度征税了。

世界上有少数几个国家，公民无论居住在哪，收入是在哪来的，他们在全球各地赚取的收入都要交税，美国是其中之一。所以说，就算搬到国外，美国人也逃不掉联邦政府征收的所得税。(美国人可以缴清假如出售所有资产、实现所有增值需要缴纳的税款，放弃美国国籍、无法经常出入美国，这就能脱离美国的税收体系了，但是很少有人愿意这么做。)

除了美国，其他各国的富人，要被敲竹杠的时候，几乎都有比较简单的应对办法。（几年前，法国实施最高档 75% 税率时，首富都搬走了。）大多数政府都明白，他们可以增加富人的税率，但基本不能把富人留住让他们老老实实地交税。

为了更轻松的实现财政目标，政府还有个办法：开动印钞机。但是市场中货币泛滥，会导致货币贬值。人们的名义收入增加了，最后却会发现，钱包鼓起来了，钱却不值钱了。

在“The Limits to Negativism”（2008 年 10 月）这篇备忘录中，我讲过魏玛德国政府把面值 1000 的马克加上几个零，印成面值 100 万的。虽然面值大了，还是只能买一只山羊。

- 马克迅速贬值。1921 年初，60 马克兑换 1 美元。1922 年初，320 马克兑换 1 美元。1922 年末，8000 马克兑换 1 美元。说起来难以置信，根据维基百科中的资料：
 - 1923 年 12 月，4,200,000,000,000 马克兑换 1 美元。1923 年，通货膨胀率激增到每月 3.25×10 的 6 次方%（每隔一天价格翻一倍）。
 - 有一家印钞厂，印刷面值 100 万亿的马克，它提交的报告显示，它印刷了 32,776,899,763,734,490,417.05 (3.28×10 的 19 次方) 马克。

政府制造通货膨胀能占一个大便宜，可以拿贬值的货币去还债。20 世纪 20 年代，德国制造恶性通货膨胀就是为了这个，以马克计算的开支和债务，应付起来更轻松了。

在当今世界，大多数国家都希望发生通胀，如此一来，国债的“真实”价值降低了，实际偿还金额就减少了。财政部和央行试图通过降息和增加流通货币量来助长通货膨胀。例如，在量化宽松政策中，美联储开动印钞机，买入流通的债务。他们认为，受此政策刺激，流通货币量会增加，商品价格会上涨，就能实现通货膨胀。

可惜，政府白费劲了，连通货膨胀的影都没看见。通胀是个很神奇的现象，而且我觉得主要是心理因素导致的。20 世纪 70 年代，美国政府使劲浑身解数不知如何抑制通胀，今天，世界各国想尽各种办法不知如何引发通胀。典型的通货膨胀有两个成因：(a) “需求拉动” - 商品供给数量有限，供不应求，或 (b) “成本推动” - 生产成本快速上涨。目前，这两个因素一个都没出现。一些国家

本来打算诱发通胀,减轻偿还债务的负担,现在通货膨胀这么微弱,它们很失望。

那些想提振经济的政界人士手里还有一个货币政策工具:主动贬值。一个国家可以通过调整自身汇率,提升本国与其他国家竞争的能力。

举个例子,美国想要增加商品出口数量。商品越便宜,出口才越多。生产成本降下来,商品才能便宜。要是成本降不下来呢?降低购买价值一美元的商品所需的外币不就行了。

假设一件美国商品售价 100 美元,鲁里坦尼亚王国的 10 个铜板可以兑换 1 美元。这件商品在鲁里坦尼亚王国的售价是 1000 个铜板。我们把汇率变成 8 个铜板兑换 1 美元,鲁里坦尼亚人花 800 个铜板就能买来这件商品,美国卖家还是收到 100 美元,但是鲁里坦尼亚人支付的铜板降低了 20%。于是,美国商品在鲁里坦尼亚王国的销量暴增。

货币走弱能提升一国出口商品的竞争力,与此同时,该国民众要支付更多的本国货币购买进口商品。这和本文讨论的其他现象一样,没有免费的午餐。如果最基础的经济效率没得到提升,一个国家想单凭政策改变现状,肯定会有副作用,肯定改善不了长期前景。

还有个问题,一个国家的主动贬值是针对另一种货币贬值,要是几个国家同时主动贬值呢?中国想要人民币兑日元贬值,日本也想日元兑人民币贬值。这个现象叫“竞争性贬值”(competitive devaluation)。所有国家同时主动贬值,谁都实现不了贬值.....怎么贬都不行。

对货币贬值和汇率的讨论,往深了分析,肯定要涉及全球化和国际竞争的问题。全球化是当今世界意义最大、影响最深远的议题之一,它左右着经济进程和政治话语。

二战时期,欧洲和日本饱受战火摧残,美国本土得以幸免,经济社会发展未受干扰。当时的美国公司势头强劲,富庶的美国消费者有旺盛的需求。在大多数领域,美国产品都是世界一流。那时根本没“进口车”,我们的父辈(或祖辈)的电视机、音响、各种家电,都是国产的,那时候美国人穿的衣服都是美国制造。

在蒸蒸日上的经济环境中,消费者、生产者、劳动者都欣欣向荣。从很多方面来讲,美国人当时的生活水平都是全世界最高的。现在不是这么回事了,这也

是总统大选中的一个热门话题。我在“*What Worries Me*”（2008年8月）这篇备忘录中写道：

我们的生活水平高，其中一个原因是，同样的工作，美国人的工资全世界最高。只要美国得天独厚的优势还在，只要维护现状的种种壁垒还在，我们就还能享受这么高的生活水平。可是将来怎么就能一直这样？凭什么一直这样？

假设有两座城市。A城工作多，人少；B城工作少，人多。由于劳动力相对稀缺，同样的工作，A城的人比B城的人工资高。因为人们无法自由迁入A城，所以A城的人工资始终高。假如能自由迁入，B城的人肯定会流入A城，最后，两座城市会变成工作机会和劳动力均等，同工同酬。因为资源无法自由流动，才有地域不平等。

过去一百年里，受种种壁垒保护，我们的薪酬一直很高。其他国家，有的产量不如我们，有的资金不如我们，有的战争不断。我们的科技创新能力和经营管理能力都更胜一筹。高运输成本、固有的偏见（我小时候，“日本收音机”是“劣质”的代名词）、法律限制（例如，禁止外国航空公司在美国市场自由竞争）等因素可能都对美国的薪酬起到了保护作用。过去的国际贸易还没发展到今天的程度。但是，随着时间推移，这些因素渐渐改变，我看不出美国怎么就能长期保持高人一等的薪酬.....

1949年，一个名叫大众甲壳虫的小车来到了美国。这种小车很怪异，圆形的、发动机在后面，但这家伙真便宜，只要1,300美元左右。美国人最开始都说外国车质量不行，但是外国车的质量越来越好。超值的性价比消弭了文化抵触，进口车市场份额节节攀升。

大众第一年卖了两台，第二年卖了几百台，第三年卖了几千台。后来，日本的丰田、日产和本田来了，它们也大获成功。1949年，大众刚来美国时，只卖出两辆甲壳虫。形成鲜明对比的是，1981年，日本汽车制造商签署了“自愿限制协定”(voluntary restraint agreement)，将出口美国的汽车数量限制在每年168万辆。紧随日本脚步，韩国也开始向美国出口汽车。如今，在美国汽车市场销售份额中，外资品牌占据55%。外国能大量出口到美国，主要是成本低。（当今美国市场上的大量外资品牌汽车其实是在美国本土制造的。这些建在美国本土的汽车厂没工会，包括福利在内的劳动成本是每小时10美元，折合到每辆车上是250美元，低于受工会约束的美国汽车制造商。以前外国车在海外生产时，成本差距更大。）

外国车物美价廉，美国车的市场份额必然下降。美国车卖的少了，美国汽车厂的工人工资和生活水平必然下滑，逐渐与他们的外国同行接近。20 世纪，在贸易壁垒、高运输成本、强势工会和旧有优势等因素的作用下，美国工人一直过着比外国工人更好的日子，但是美国汽车制造业最终还是无法逃避现实。

举个例子：汽车工人工会为汽车工人争取到了优厚的福利待遇，经济政策研究所 (Economic Policy Institute) 在分析中指出：

2005 年，福特的每小时平均工资是 27.41 美元，外资汽车厂商的平均工资是 23.79 美元，相差 3.62 美元。加上法定福利、退休金、退休医保以及其他退休福利，二者分别是 64.88 美元和 44.33 美元，差距拉大到 20.55 美元。

外国汽车制造商的福利负担低，成本低，美国汽车制造商背着高福利成本，在汽车销售中面临巨大压力。归根结底，在全球化的世界，A 国的工人愿意比 B 国的工人拿更低的工资，B 国的制造商只有四个选择：

- 同样的产品，卖更高的价格，丢失市场份额；
- 成本更高的产品，卖一样的价格，少赚甚至亏损；
- 品质更低的产品，卖一样的价格（长远不了），或
- 让政府针对进口商品设立贸易壁垒，例如通过征收关税拉平售价，或通过设置限额抑制竞争。

正因为如此，美国汽车制造商的经营业绩和财务状况江河日下，在全球金融危机中，通用汽车和克莱斯勒宣告破产（不破产就无法削减成本、甩掉沉重的福利负担），福特彻底重组，否则也活不下去。从那以后，美国工人的薪资待遇就缩水了，他们的生活水平相对下降。当前工人阶层对现状不满的原因就在这里。

有些政界人士说，“我们要恢复流失的工作岗位。”我从一开始就特别想在这篇备忘录里讨论一下这句话。唐纳德·特朗普反复承诺，他要让商品在美国国内生产，解决美国制造业岗位流失到其他国家的问题。伯尼·桑德斯反对自由贸易，他说，我们必须“制定贸易政策，让美国公司在国内创造就业岗位，而不是国外”。他们的说法行得通吗？

（补充内容：1979 年，美国制造业有 1950 万工人，数量达到顶峰，今天

只有 1230 万人，减少了 37%。那么制造业产值的顶峰是何时出现的？答案是今天。吃惊吧？美国当前制造业产值接近历史最高，大概是 1979 年的两倍。产值翻倍，工人数量减少三分之一，这说明人均产值翻了三倍。如果生产效率还停留在 1979 年的水平，要实现今天的产值，我们需要增加 2500 万工人。就算 2001 年以来，有 320 万个工作岗位流失到了中国，因为生产效率改进而流失的工作岗位要远远更多。政府想保住就业岗位吗？或许禁止生产效率提高就行了。这让我想起了 19 世纪初的卢德派分子，这些英国纺织工人仇视工业化，他们成群结伙地破坏省时省力的机器。历史告诉我们，无论是法令还是意志，都无法阻碍经济的发展进步。）

假设我们美国能比中国以更低的成本生产手机等劳动密集型产品。（这个假设没什么不切实际的，中国的制造业工人年均工资不到 9000 美元。）假设中国生产的手机出口到美国，成本是 100 美元，在美国国内生产，成本是 150 美元。这样的话，特朗普或桑德斯当局有如下选择：

- 禁止进口手机，要求在美国国内以 150 美元的成本生产；
- 找到愿意以中国的工资水平工作的美国人，将成本降到 100 美元，或
- 对中国进口产品征收关税，让中国厂商的成本达到美国厂商的水平。

我不知道还有别的什么解决办法。第一个办法在现实今日应该行不通。第二个办法同样不可能，哪有美国人愿意做苦工，而且每小时不到 5 美元的中国工资水平也违反了联邦最低工资标准。这就只剩下第三个选择了：关税。事实上，特朗普先生说了，他要对中国进口产品征收 45% 的关税，对墨西哥进口产品征收 35% 的关税，对其他国家的产品也征收税率不等的关税。这种做法有几个问题：

1. 这么高的关税可能与我国已签署的贸易协议不符。除非毁约，否则我们不能征收这么高的关税。
2. 还要考虑报复性措施。难道其他国家不会同样对美国加收关税吗？我们的制造业岂不会更受伤？正如《纽约时报》5 月 3 日的文章中写的：“打贸易战能发泄失业工人的心火，却创造不了更多就业。”
3. 美国债台高筑，将来要再融资时怎么办？要是有一天，我们最大的债主中国心意变了，不想再买我们的国债了，怎么办？
4. 为了防止冲突，美国一直致力于扩大贸易协议，增加壁垒不是违背了我们的初衷吗？
5. 最后一个问题，也是最简单的，哪个美国人愿意多花一半的钱买手机？

经济常识不寻常。有些选民支持“恢复流失的工作岗位”，他们想过吗，按照

美国工资标准制造产品，或对中国产品征收高关税，会给他们自己的生活带来什么影响？我看他们没想过。一方面是 320 万美国人的制造业岗位会流向中国，另一方面是数亿美国人要花更多的钱买进口商品，如何权衡取舍？这个问题不好回答。

限额、关税和补贴都是政府保护特定行业的手段，没了保护，这些行业会被国际竞争对手打垮。这就是政策可能导致的扭曲。没了关税、补贴，有的行业活不下去。因此，在制定关税和补贴政策时，决策者其实是默认要让这些行业要活下去，而国内消费者购买相关产品就得支付更高的价格，没关税的话，他们可以买更便宜的国外货。

是要补贴农场主，还是要让美国人能买到更便宜的进口农产品（国内农场主则破产）？抛开国家战略不谈，我们是要保护那些没竞争力的行业的就业岗位，还是要让广大美国消费者降低生活成本？无论那个问题，都是鱼和熊掌不可兼得.....

本文中讨论的许多问题都是如此，我们不能忽视经济规律，不能相信有什么灵丹妙药。问题肯定不是这么简单，但美国的制造业岗位流失到其他国家，主要是因为其他国家的人愿意领更低的薪水做同样的工作。在当今全球化的世界，美国人不可能像从前一样既享受制造业的高薪工作，又买得到廉价的商品。征收关税解决不了这个问题。只要美国工人要求的工资水平高于其他国家，无论对世界、还是对自己，他们都不可能做出太多贡献。从上述分析可以得出一个明显的结论：经济规律决定现实，我们面对的难题没有简单的答案。

前面提到了薪资，我们接着讲讲最低工资标准。美国政府最早在 1938 年的《公平劳动标准法案》(Fair Labor Standards Act) 中确立了每小时 0.25 美元的联邦最低工资标准。后来这个标准提升了 22 次，现在是 7.25 美元。各州的最低工资标准不尽相同：有没限制的，有最低工资标准更高的或更低的，大多数是和联邦标准相同的。

今年，加州将最低工资标准从 10 美元提到 15 美元，纽约州从 9 美元提到 15 美元。工人的最低薪酬增加了，他们增加的收入从哪来？会产生什么影响？

关于最低工资标准的讨论很激烈，众说纷纭.....其实，背后主要是意识形态的分歧。保守派和商界人士认为，增加最低工资对企业和工人都没好处。工资高了，竞争对手成本那么低，企业的生意做不下去，员工的工作也保不住。在销售价格和非用工成本保持不变的情况下，蛋糕就那么大，一部分是员工的薪水，一部分

是企业主的利润。政府规定增加员工薪水，企业主那块蛋糕大小不变，薪水那块肯定只能给更少的人吃，于是有人就会失业。要是从企业主的那块蛋糕里切一部分提高薪水，新增企业就会减少，有些企业还会关门，一样是有人失业。

自由派和工会组织则坚信提高最低工资不会产生严重影响。全美就业法律计划 (National Employment Law Project) 对 1938 年以来联邦政府的 22 次提升标准进行了研究，得出的结论是就业未受影响。有几次提升标准后，就业机会减少了，但这些情况出现在经济衰退时期，或许与提升最低工资标准无关。

双方针锋相对（或许双方都不完全正确），有很多问题值得我们思考：

- 有些行业没差异化（例如，快餐行业），如果它们所在州的最低工资标准比邻近的州高出许多，这合适吗？
- 在同一个州，不管劳动密集程度如何，所有企业的最低工资标准都一刀切，这合适吗？
- 在同一个州，不管利润率是高是低，所有企业的最低工资标准都一刀切，这合适吗？医院等非盈利机构非常需要低用工成本，它们该怎么办？
- 在同一个州，不管经济发达还是落后，生活成本是高是低，所有地区的最低工资标准都一刀切，这合适吗？
- 研究表明，历史上提高最低工资标准没影响就业机会增加，但是现在的最低工资标准不是提升一点，而是提升 50-100%，何况美国的增长潜力和竞争力都不如从前，这样的研究真有借鉴意义吗？

桑德斯参议员说，他要实施 15 美元的最低联邦工资标准。15 美元适用于所有地区、所有州、所有城市吗？（纽约州和加州在提出增加最低工资标准时的做法是不同地区、不同对待。）假如一刀切的最低工资标准不是所有地区都适用，要逐一给每个地区设定合适的标准，这么艰巨的任务，哪个政府部门来做？

我讨论这些的目的不是要给出最低工资问题的答案，而是想说明这个问题没那么简单。规定更高的工资标准，所有人的生活水平就都提高了？不可能。有些企业的效益会降低，有些会难以为继。创业热情可能受挫。自动化生产设施的盈亏平衡点会进一步降低。（今天《华盛顿邮报》的一则新闻标题是“前麦当劳 CEO 说，提高最低工资，机器人会抢走更多工作”。）可能有人失业，有人找不到工作。别忘了，政府和监管部门不能创造财富，它们只能重新分配财富，它们产生的影响受零和效应制约，从长期看尤其如此。

伯尼·桑德斯公开宣称自己是民主社会主义者，他敌视商业，特别是金融行

业。他说“华尔街的商业模式是欺诈”。看来桑德斯要用强硬手段调控经济，他没具体怎么做，但表示要把大银行拆分。

我不深入分析他的政策违反哪些经济规律了，只提几个问题：

- 美国能跻身世界经济一流行列凭的是什麼？（要是他否认资本主义、自由市场体系的巨大贡献，那么我们不同意。）
- 曾经实施计划经济而繁荣的那些国家哪去了？苏联和东德的结局怎么样？（东德和西德近在咫尺，它们的发展演变我们亲眼目睹，还有更好的对照实验吗？）古巴、委内瑞拉、越南的普通老百姓过的怎么样？为什么中国一直沿着改革开放的道路前进？

我们来看一个当前正在实施中央计划经济的国家。2016年5月12日《大西洋月刊》(The Atlantic)上刊登了一篇文章，其中有下面一段文字：

就拿控制物价来说，价格管制覆盖了越来越多的商品：不只是食品和重要药品，还有汽车电池、基本的医疗服务、除臭剂、尿布、卫生纸。控制物价的目的原本是抑制通货膨胀，让穷人买得起日常用品。但凡对经济学有些了解的人都知道，这会有什么后果：规定商品价格低于生产成本，哪个商家都卖不起。官方价格很低，但都是虚的，这些商品都消失了。

令人震惊：你可以控制商品价格，但没人按你的价格生产。这就是经济规律决定现实。

毫无效果、甚至适得其反的物价管控只是经济陷入混乱的一个缩影。这是因何而起的呢？

曾几何时，委内瑞拉“给人的印象是现代化、民主，坐几个小时的飞机就能到美国”，是一个富足、宜居的国家。

在如火如荼的石油繁荣达到最高潮时，委内瑞拉坐拥世界最多的石油储量，过去17年里，石油给它带来了1万亿美元的收入。乌戈·查韦斯(Hugo Chavez)领导委内瑞拉多年以后，2013年，尼古拉斯·马杜罗(Nicolas Maduro)继任。

一切就是从这里开始的：

查韦斯自称代表穷人利益，立誓要把国家的财富分配给普通大众，他提出了“21 世纪社会主义”行动。他亲自挑选的继任者马杜罗将其付诸实践，结果整个国家陷入了灾难，这是全世界亲眼所见.....

在过去两年里，委内瑞拉轰然倒塌，除了爆发战争，还没有哪个中等收入国家出现过这种现象。死亡率激增；公共服务一个接一个地瘫痪；三位数的通货膨胀率让 70% 的民众陷入贫困；犯罪案件频发，没人敢夜晚外出；人们要排几个小时的长队才能买到食物；医院缺少最基本的药品和设备，新生儿大量夭折，老年人和慢性病患者大批死亡。

一个曾经富足、曾经现代化的国家，实施了中央计划经济，就陷入了这样的命运。我们也不想试试吗？

经济规律决定现实，从理论上讲，短期内政府能做到的是：

1. 把未来的活动挪到现在，加速经济活动；
2. 让一部分人付出代价，改善另一部分人的生活（例如，富人 vs. 穷人）；
3. 鼓励一种活动，抑制其他活动（例如，为获取资本利得投资 vs. 为获取股息投资）。

我们可以说此类政策行之有效，也可以说它们干预了经济的自然运转。这些政策试图取得自由市场中不会出现的结果。有时候，结果不见得就好，有时候，因为出现预料之外的后果，已经制定的法律反而要撤销。有的问题是因为政治立场不同而各执己见，例如，资本收入所得税和劳动收入所得税二者的高低问题。有的政策其实只是回馈金主或选民的支持。

上面列举的是能够对经济产生影响的政府决策，有很多事情是政府做不到的：

1. **刺激政策无法创造经济增长、财富或繁荣。**一个经济体生产的财富数量是一定的。财富可以重新分配，但无法凭空创造。
2. **政府不能让所有人同时受益，基本上只能把一个群体的利益拿过来，分给另一个群体。**例如，政府可以增加关税，提高落后行业中工人的薪资，但国内的消费者就要支付更高的商品价格。
3. **总的来说，政府要让一部分人受益，就会使另一部分人损失。**对所有人来说，政府的决策几乎都会产生更深层次的影响。法国可以立法保护员

工，让企业难以裁员，但是这个政策会削弱企业家和企业主的积极性，使他们不愿创业、扩大规模或招聘新员工。

4. **政府可以激励和推动人们朝某个方向走，但是经济（或经济中的人）未必按政府的意愿行事。**例如，20 世纪 90 年代，为了刺激消费，日本政府向市民邮寄支票（这个现象被称为“用直升飞机撒钱”）。但是市民很保守，把钱存到了银行，还是不消费。在这个案例中，政府的行为是典型的“推绳子”（译注：push on a string，绳子只能拉，不能推）。

根本性的改善，例如明智的投资激励、税收体系、基础设施等，可以提升经济增长曲线的斜率，为整个社会创造巨大的长期收益（未必其中的每个个体都得到好处）。只靠短期操纵，不可能凭空创造财富。最后，我借用温斯顿·丘吉尔（Winston Churchill）的一句话结束本文：“我们认为，一个国家若想靠税收（或刺激、贬值）走向繁荣，无异于一个人站在水桶里，想拎着提手把自己提起来。”

写于 2016 年 5 月 26 日

2016/08/17 政治现实

上一封备忘录是五月份写的，主题是“经济现实”。在那篇文章中，我主要想说的是经济规律决定现实，但政府和总统候选人的许多做法对经济规律视而不见，或者妄图超越经济规律。那篇备忘录写完以后，随着时局的发展，经济现实真的走到了舞台中央，其中最能体现这一点的事件是 6 月 23 日英国通过公投决定脱离欧盟。

我不想在这封备忘录中专门讨论英国脱欧。决定这个事件的因素太多、过去可借鉴的经验太少、人们众口纷纭、没人知道脱欧到底该怎么实施。各路专家都在讲英国脱欧的影响，我只知道一点：他们大多数人说的都不对，我要是也像他们一样说，我说的估计也不对。

经济现实：选择和结果

五月份的备忘录讲的是经济规律决定和制约商业、投资和日常生活中的现实。经济规律确定了游戏规则，划定了场地的边界，这些东西不能忽略。你可以歪曲经济规律，但也要承担后果。

经济规律决定现实，它不以人的意志为转移，无时无刻不在发挥作用，而且完全符合逻辑。虽然不像万有引力等物理学定律那么绝对，但是经济规律很可靠，它们始终决定着趋势和界限：一个东西的价格涨了，消费量会降低；一个工作岗位的工资涨了，这个岗位的就业人数会减少；如果提高税收，提高到一定程度，人们工作的积极性会下降，产出会降低；如果政府开支增加，拿什么买单？只能印钱（可能导致通胀）、加税或举债。

在“经济规律决定现实”发布后不久，我写了一篇补遗发在了橡树的网站上。在这篇补遗中我说经济学研究的主要是选择。要是你只有 10 美元，你是买一本 10 美元的书，还是两个 5 美元的汉堡？是把这 10 美元捐了，还是把这 10 美元攒着？有一点我们可以肯定，不能什么都是你的。所有的决定和行动都有相应的后果，例如，消费能给我们带来快乐，也会令我们的财富减少。

政治中的现实

我特别喜欢收集自相矛盾的说法，例如“特大小虾”、“普遍常识”，我又找到一个：“政治现实”。在政治世界里，有一种特有的扭曲的现实，似乎根本不理睬

经济现实。用不着做选择，候选人承诺你什么都能得到，而且用不着承担任何后果。有的事情，在现实世界中可能带来负面影响，但政界人士却可以视而不见。要是有人添乱，比如，有的记者或反对派询问潜在后果，很好办，说假话或矢口否认就行了。哪怕将来人们发现候选人当初蓄意隐瞒代价或后果，又能怎样？候选人是许下了空头承诺，但他已经胜了，人们推翻不了选举结果，也不能起诉候选人在演讲时说假话。

在“经济规律决定现实”那篇备忘录的补遗中，我说了，候选人很少谈选择。他们总是承诺什么都能做到。他们很少谈一件事的代价或弊端，他们不会说：“我给你 A，但是你要放弃 B。”或许《政界人士指南》的第一页上写的就是“永远别说坏消息”。

在 2008 年 8 月的备忘录 What Worries Me 中，我写道：

假设有两个总统候选人。一个说：“在我当政的八年里，我将强调约束和克制，增加税收、降低开支，当我的任期结束时，我们的国家会更强大。”另一个人说：“我有高招，可以解决我们的所有问题，而且用不着你做任何奉献。”你觉得谁能赢？

再举个真实的例子。1984 年，沃尔特·蒙代尔 (Walter Mondale) 是民主党的总统候选人，他的对手是共和党时任总统罗纳德·里根 (Ronald Reagan)。在接受候选人提名并发表演讲时，蒙代尔说的是大实话，他说：

1 月份，无论谁当选，所有美国人都要为里根总统的政策买单。国家的预算会缩减，税收会增加。谁要是说不会，那是没对全国人讲真话……里根先生当选会增加税收，我当选也会增加税收。他不告诉你们，我和你们说实话。

结果呢？蒙代尔一败涂地，全国普选投票结果以 59% 对 41% 败北，落后差距是历届美国选举中第七大的。更惨的是，在 538 张选举团选票中，他只获得了 13 张（包括哥伦比亚特区和他的老家明尼苏达州），在 1824 年以来历届总统候选人中排名倒数第二。这就是诚实的好处。

当今的许多政界人士承诺维护社保体系，没听谁说主张 (a) 削减福利；(b) 增加社保缴费比例；(c) 提高工资缴税基数；(d) 延迟发放福利；(e) 核查申请者的经济情况。但是，如果不实施上述措施，按照精算分析，美国的社保体系

人不敷出是板上钉钉的事。候选人张嘴闭嘴都是人人都能过得更好、不用付出代价、不用承担后果。美国的社保问题就搁在那，没人解决。

英国脱欧：政治现实的典型案例

英国进行脱离欧盟的公投时，我恰好在欧洲，亲身经历了政治现实的缺陷，下面我列举几点：

- 决定进行全民公投是政治上的权宜之计(所谓“权宜之计”，是指为了应付某种情况而暂时采取的办法，可能不合适、不合理)。当初，保守党内部分裂为亲欧派和疑欧派两个阵营，还有英国独立党极力主张脱离欧盟，保守党在 2015 年大选中有输给工党的危险。为了避免输掉大选，保守党领袖大卫·卡梅隆 (David Cameron) 于 2013 年承诺就英国是否留在欧盟的问题举行全民公投。面对今天的问题，政界人士已经习惯了用承诺去敷衍，总是把后果拖到明天，似乎明天永远不会来。政界人士这么做很实际，等到后果出现的那一天，他们早离任了。选举不能输，输了也没安慰奖，他们想的全是怎么在选举中获胜。
- 潜在的后果，人们不是不关心，就是不明白。2013 年，谁知道脱欧公投会有什么后果？就算现在 2016 年，英国脱欧已经生米煮成熟饭，也没人知道会有什么后果？是否留在欧盟是一个意义重大、影响深远的问题，怎么能通过投票，只要有大多数人同意，就决定了呢？在制定全民公投方案的时候，本来可以规定需要投票的绝大多数人同意，或者规定要求大多数登记的投票者同意(无论他们是否投票)，结果这两个规定一个都没做，最后就得出了英国脱离欧洲的结果。37% 登记的投票者支持脱欧(35% 反对，28% 弃权)，英国可能因此分崩离析，苏格兰有很强的意愿留在欧盟，而且早想脱离英国。
- 最后的决定可能受到了错误事实或虚假承诺的影响。有人说英国脱欧后可以控制自己的国界、防止移民涌入，有些人信了，就支持脱欧。有人说英国每星期要向欧盟输送 3.5 亿英镑，脱欧后这笔资金可以用于医保。公投结果出来没几天，先前说过这些话的人改了口风：(a) 英国要继续自由地利用欧洲市场以及欧洲的 5 亿消费者，为了阻挡欧洲移民而封闭国界不现实；(b) 英国是每星期给欧盟 3.5 亿英镑，但欧盟还向英国的农民发放补助呢，英国每星期向欧洲净输送的金额是 2 亿英镑；(c) 没人说省下来的这部分钱能全投到医保里，可能只是将大部分用于医保。
- 公投后没多久，人们发现脱离欧盟的决定好做，实施起来很难。英国很快发现 (a) 谁都没有脱离欧盟的具体方案；(b) 脱欧的口号好喊，真正脱欧难。此情此景下：

- 大卫·卡梅隆（曾倡议人们投票留在欧盟）在公投结果出炉后的第二天宣布他不适合操刀脱欧，将辞去首相和保守党党首职务。
- 伦敦前市长鲍里斯·约翰逊（Boris Johnson）是保守党成员，他之前极力鼓吹脱欧，曾被认为是下一任首相的热门人选，结果却突然宣布退出竞选，说自己不适合出任首相。
- 杰里米·科尔宾（Jeremy Corbyn）是工党党首，大多数工党党员极力支持留在欧盟，他却没表现出太大的热情，结果被下议院的工党议员以 172 比 40 投下了不信任票。
- 英国独立党党首奈杰尔·法拉奇（Nigel Farage）辞职，他说他这么多年来一直为英国脱欧奔走，希望重新过普通人的生活。
- 公投结束两周后，英国的三大政党都群龙无首。（此后，特雷莎·梅（Theresa May）以迅雷不及掩耳之势上位，成为英国首相和保守党党首。）

英国英语中有个俚语，“a dog's breakfast”（本义是狗食），它的意思很简单：一团糟。用这个词形容英国脱欧公投很恰当。

Thomas Friedman 在 6 月 29 日的《纽约时报》中发表了一篇评论英国时局的文章，他讲得很好。我借用他的话作为这部分内容的总结：

英国是欧洲的超级大国，长期坚持自由民主主义、多元化和自由市场，却被一小撮政客挟持了，他们抓住公众对移民涌入的恐惧心理，将其作为自己仕途飞黄腾达的筹码。一个本来是极其复杂的问题，很多人根本看不清大局，他们却蓄意把它简化成鲜明对立的、非此即彼的选择——要么留在欧盟，要么脱离欧盟。

这些政客想的很好，他们以为狗永远追不上汽车，他们觉得自己怎么都能得到好处，公众不喜欢，他们就迎合，最后公众投票脱欧，他们也用不着收拾烂摊子。他们故意把问题简单化，满嘴是谎言、恫吓和误导，还按简单多数制规则投票，最后主张脱欧的人以微弱优势获胜，狗追上汽车了，现在却不知道该怎么拿汽车怎么办了，根本不知道怎么做，只会嗷嗷叫。

投票选举

我们想一下投票选举的本质是什么。在《聪明的投资者》中，本·格雷厄姆说股市长期是称重机，短期是投票器。他之所以说股市短期是投票器，是因为内

在价值经常被忽略，表现最好的股票往往是那些能在人气竞赛中胜出的（译注：人气竞赛，popularity contest，在这种比赛中，最受欢迎、最流行者获胜）。

我觉得选举已经日益变成了人气竞赛。最成功的竞选演讲不是最精辟地分析困难、并给出最佳解决方案的，而是要讲人们爱听的。

在商业和投资中，人们总是对比 A 的好处和弊端以及 B 的好处和弊端，然后选择净预期结果更好，而且即使出现较差的结果也可以接受的那个。在此过程中，人们会犯很多错，有时候会走弯路，但是人们确实是尊重经济规律，在努力做出正确的选择。做决定的人不会离开，在做出决定后，能亲眼看到自己的决定产生的后果。

在政坛上不一样，在政客们眼中，能帮助他们当选和连任的选择才是最佳选择。结果该由谁负责根本找不到人。在选举结束之后、在决策做出之后，最终的结果可能要几年甚至十几年才能显现出来。没几个选民能判断出候选人的承诺是否合理，最终的结果还有很长时间的延迟，当候选人再次参选时，选民也很难根据他们在任期内的表现做出评判。

顺便说一句，我不是说我们私营部门的人在工作中有多高尚，但是只要激励机制合理，我们都能以追求集体利益为目标而努力工作。我们橡树的每个员工都想拥有更多财富、更高的地位、更好的职业发展，但是我们也希望橡树和它的客户取得成功，因为只有客户和橡树成功了，我们每个人才能成功。在华盛顿可不一样，无论是共和党的，还是民主党的，很多当选的政界人士都把政府和国家的利益放在一边，他们优先考虑的是（a）他们自己和同一党派的其他人士如何当选、如何连任；（b）怎么能阻止另一党派的人当选、连任。在这种思维模式下，A 党的人琢磨的是不能让 B 党的人抢了功劳，一定要让 A 党占先。一次，电视上采访了一位政治顾问，记者问他一位政界人士怎么才算成功，他顺口回答说：“让选民选举他连任。”他马上补充说：“完成立法工作。”他心里真怎么想的，我们都能听出来。

辩论的质量

我用这个小标题时比较犹豫。首先，如今的政治演讲哪有什么品质可言；其次，按照维基百科的定义，辩论是“训练有素地、正式得体地论述一个论点”，今天好像几乎看不到辩论了。

- 美国的选民们看到的不是严密的论点、论据和论证，他们被湮没在毫无意

义的声音剪辑、侮辱谩骂和主观臆断之中。回过头看，2012年的总统竞选辩论和今天相比都算得上是循规蹈矩、彬彬有礼了，但是在辩论中间，主持人提醒候选人说他没直接回答问题，这个候选人说“你有你想问的，我有我想答的。”

- 现在和过去不一样了，人们口无遮拦、百无禁忌，哪有什么规矩和约束。
- 有些候选人不拿真相和事实当回事。在过去的选举中，哪个候选人要是被发现言辞有不实之处，形象会大大受损。在今天的选举中，人们觉得真相和事实没多重要。PolitiFact 是一家独立的调查机构，它核实了希拉里·克林顿说过的话，得出的结论是其中有 28% “基本不实”或纯属谎言。唐纳德·特朗普更加不堪，他的这个比例高达 70%。
- 有一些选民好像根本不在乎候选人说的是什么，他们只听候选人是怎么说的。我在电视上已经看到无数次了，总有人说“我喜欢特朗普，因为他敢说真话。”这些人不考虑特朗普提出的政策是否合理，也不考虑他说的话是真是假，只是喜欢他敢说，喜欢他不顾忌政治正确性。最近十几年，人们选总统的标准好像变了，从“只适合指引国家的领袖”变成了“最适合一起喝酒的朋友”。

去年，在看共和党的初选辩论时，我不知道怎么着，有一种小时候看职业摔角的感觉。每个选手都扮演一个角色，吸引特定的一部分观众，有些坏蛋的粉丝高声尖叫表达自己的支持，脸都变形了。粉丝们看到了暗算和欺骗不但不走开，反而看得更激动。这和当今大选中的某些情形如出一辙。政治和摔角之间的相似之处甚至还包括操纵结果。上个月，民主党全国委员会主席被迫辞职，泄露的邮件显示该委员会支持一个候选人而阻挠另一个候选人。

对经济现实置若罔闻

在上文中，我讲到有些人做了虚假的承诺，对最终英国脱欧的结果起了推波助澜的作用。我还说了，在公投结束后的几周里，那些做承诺的人纷纷改了口风。下面我从美国总统大选预热阶段的一些言辞中挑一些令人怀疑的。

- 在经济方面，唐纳德·特朗普说得最多的是关于进口、失业率和贸易差额的问题。
 - 在谈到中国时，他说“中国要把我们搞死了。”但是贸易从来都是双向的。除了不正当竞争以外，当我们出现贸易逆差时，即我们从别的国家买的东西多，别人从我们国家买的东西少，这个现象的主要原因只有一个：别的国家生产的产品比我们生产的性价比高。别的国家的产品卖得好（抢走了更多工作），我们买到了便宜货。中国

没“赢”，美国没“输”，这是两国的双赢。我也承认，虽然整体结果对两个国家都有利，但一部分人可能受到负面影响。例如，因为进口货便宜，有的人可能丢掉工作。社会应该想办法帮他们一把，这个问题我稍后再讲。

- 特朗普说中国的不正当竞争是美国制造业工作流失的主要原因。我在“经济现实”那篇备忘录中讲了，在最近几十年里，中国的低成本竞争导致了美国工作岗位的减少，但美国的生产率提高、机械化和自动化水平提高同样导致了工作岗位减少，而且后者造成的工作岗位流失是前者的十倍多。
- 特朗普说中国能廉价销售商品是因为中国人为压低人民币兑美元的汇率。大家注意到了吗？最近中国略微放开人民币汇率，人民币不升反降，或许中国根本没人为压低人民币汇率。
- 特朗普不正视经济规律所决定的现实，他从来没说过这样的话：“我们征收保护性关税可能会给制造业带来更多工作岗位，但是这样的话，所有消费者都要花更多的钱购买国外商品。”如果禁止进口商品、阻碍进口商品或征收高额关税，普通美国人在日常购物中会受到怎样的影响？
- 特朗普没告诉选民的是，一旦美国采取保护主义措施，其他国家会进行反击，针对美国商品提高关税，让美国人丢掉工作。对于特朗普在经济方面的施政提议，穆迪是如此分析的：
 - 从整体上来讲，特朗普先生在经济方面的主张将导致美国经济更加孤立。跨国贸易和移民数量将显著减少，不但跨国贸易和移民数量减少，外国直接投资也会减少。美国经济在过去几十年受到了全球化潮流的影响，有的人成功了，有的人失败了，但整体来讲全球化推动了美国经济的发展。按照特朗普的主张，逆全球化潮流而动，必将给美国经济增长前景带来负面影响。
 - 特朗普在大选中主要迎合那些被全球化大潮甩在后面的人，对全球化的受益者和全球化的整体正面影响视而不见，与英国脱欧派的宣传攻势是一个套路。
- 特朗普声称他是生意场上的高手，商业经验丰富，他能带领美国经济走上正轨。对于特朗普最初提出的经济计划，穆迪给出了如下分析：
 - 特朗普先生的经济计划会导致联邦政府的赤字增加、背上更沉重的债务负担。特朗普提议大刀阔斧地削减个人和公司的赋税，他还提议大幅度提升老兵和现役军人的福利待遇。他公开表示要维持社保和医保计划的现状，反对任何改变，他既主张减税，又反对削减开支，所需的资金只能通过政府举债筹措。
 - 按穆迪的估算，特朗普的计划会导致联邦政府预算赤字从现在的 6400 亿美元增加到 2016 年的 31,510 亿美元，联邦政府负债

会从今天的 14 万亿美元增长到 2026 年的 37 万亿美元。

- 特朗普最不靠谱的说法是，他声称自己可以通过谈判来减少联邦政府需要偿还债务的金额。他自己在发家致富的路上做过借钱不还的事，他的公司屡屡打破产牌脱身，他好像觉得自己很高明。特朗普不需要从世界资本市场上筹集资金，但美国需要。现如今，特朗普走的是轻资产的商业模式，赚的是加盟费，不是靠持有资产赚钱，也许是他破产次数太多了，信用太差，借不来钱了。美国可以拒不偿还全部债务，这叫“逾期”或“违约”，但是以后美国别想再从信贷市场上轻松借钱了，我们会丢掉曾经的良好信用，也无法继续享受良好信用带给我们的低利率。

我挑了不少特朗普的毛病，同样在竞选总统的希拉里·克林顿也不是一点问题没有。在担任国务卿期间，她竟然使用私人邮件服务器。她反对《跨太平洋伙伴关系协定》(TPP, Trans-Pacific Partnership)，承诺向某些收入水平的群体提供免费公立大学教育，她采取这些立场似乎只是为了在初选中击败伯尼·桑德斯 (Bernie Sanders)，只是为了在普选中拉到更多选票。不过，从她在大选中的表现来看，她倒没像特朗普那样公然挑战经济规律所决定的现实。下面我谈谈经济规律所决定的当今的现实。

当今社会分化的根源

当今政坛之中弥漫着对现状不满的情绪，这种情绪的根源在于经济状况。世界的变化日新月异，许多人感到无所适从，在变化面前无能为力。在 2008 年 8 月的备忘录 What Worries Me 中，我写道：

从方方面面来看，包括物质方面，过去几百年来，美国人的生活水平相当高。单从生活的角度来看，无论是衣食住行，还是医疗保健、休闲娱乐、奢侈享受，我们的生活水平都是全世界最高的。我有三个问题要问：

1. 我们凭什么继续保持最高的生活水平？
2. 我们的生活水平凭什么继续提高？
3. 我们的生活水平的改善速度凭什么能超过世界其他国家？

有很多调查显示，越来越多的美国人觉得自己的下一代可能未必过得有自己这么好。我们当然希望下一代过得更好，可凭什么？在科技进步的推动下，所有人的生活都会过得更好，除了科技进步的推动，我们的生活水平凭什么一路上升？凭什么继续领先世界其他国家？风水

轮流转，过去优势从别的国家转移到我国，我们的优势也可能转移到别的国家。

我们之所以能享受这么高的生活水平，原因之一是，做同样的工作，美国人的工资全世界最高。只要美国在战后积累起的显著竞争优势还在，只要令现状得以维持的巨大壁垒还在，我们就仍能继续享受现状。可是凭什么呢？怎么就能继续维持现状？

假设有两座城市。A 城工作多，人少；B 城工作少，人多。最开始由于劳动力相对稀缺，同样的工作 A 城的人比 B 城的人工资高。因为人们无法自由迁入 A 城，所以 A 城的人工资始终高。否则 B 城的人肯定会流入 A 城，最后两座城市工作机会和劳动力均等，同工同酬。资源无法自由流动才有地域不平等。

过去一百年里，受种种壁垒保护，我们的薪酬一直很高。其他国家，有的产量不如我们，有的资金不如我们，有的战争不断。我们的科技创新能力和经营管理能力都更胜一筹。高运输成本、固有的偏见（我小时候，“日本收音机”是“劣质”的代名词）、法律限制（例如，禁止外国航空公司在美国市场自由竞争）等因素可能都对美国的薪酬起到了保护作用。那时的国际贸易和今天不可同日而语。但是，这些因素都随着时间推移而改变，我看不出来美国人怎么就能长期保持高人一等的薪酬。

上面的话是我 2008 年说的，后来事情的发展不幸被我言中了。贸易的全球化，即开放国门允许商品自由流动，是此次大选的中心议题，人们各执己见、争论不休。

大多数经济学家都认为自由贸易有助于推动经济进步。例如：

Peterson Institute 的一项研究发现，美国过去颁布的贸易自由化法案为每个家庭平均增加了 7,100 美元到 12,900 美元的收入。特朗普反对 TPP，希拉里部分反对 TPP，Peter Petri 和 Michael Plummer 估算 TPP 可以为美国增加 1,310 亿美元的收入。（7 月 1 日，David Brooks, The New York Times）

增加的收入来自哪里？主要来自专业分工。如果各国的国界是封锁的，每个国家需要的所有产品都必须自己生产。如果各国的国界是开放的，则每个国家可以分别生产它生产得最好、或所需成本最低的产品。每个国家把自己生产出来的价格更便宜、质量更好的产品卖给其他国家，并从其他国家购买自己无法生产的产品。

国际分工非常合理，美国人从中得到了巨大的实惠。现在花 15 美元就能买一件的 T 恤衫，我们真愿意在美国生产，然后花 60 美元买一件吗？（7 月 15 日，Gregory Mankiw, The New York Times）

国际分工是更高效的全球生产体系，每个国家生产自己最擅长生产的产品，所有国家都从中受益。尽管如此，不是所有人都能受益。从现在的情况来看，人们得到的利益存在巨大差距。在美国，受到良好教育的人、能适应科技进步的人、开公司赚钱的人，这些人是主要受益者。至于那些没得到什么利益的人，他们的实际收入水平充其量是停滞不前，而且美国正在就业或求职的劳动力在人口中所占百分比减少了。

正如我在 2008 年的备忘录中所说，过去做同样的工作，美国人拿的工资总是比其他国家的人高。受此影响，许多工厂要么去国外生产，要么在国内推行自动化。（由此也导致大量移民涌入，包括非法移民，他们愿意拿更低的工资。）虽然经济在增长，制造业的产量在增加，但是，从 1979 年以来，制造业的就业率下降了三分之一。有的美国人教育程度低，只能做体力工作，100 年前，他们可以去农场工作，50 年前，他们可以去汽车厂和家电厂工作，现在他们只能看着自己的收入往下降……他们的绝对收入在下降，他们的收入比不上那些受过良好教育、能胜任高薪工作的美国人，也比不上当年他们的父母。

在过去，高薪阶层的薪水不是特别高，低薪阶层的人能过得很好，差距没那么大。美国经济的发展创造了大批没多少技术含量的蓝领工作。受教育程度不高的人也能过得很好，有车开、有电视看、有假期可以放松、孩子可以上公立学校，而且孩子接受教育后将来会比父母更有出息，现在还是这样吗？（2008 年 8 月，What Worries Me）

1970 年，在去洛杉矶出差的时候，我第一次体会到了什么是收入不平等、什么是生活水平的差距。我是在纽约皇后区长大的，从没见识过南加州美不胜收的海景房。现如今，收入的巨大差距严重影响着我们的社会生活和政治活动。自己的收入越来越少，和别人的差距越来越大，很多人陷入绝望、愤懑，由此催生了经济民族主义、保护主义和排外情绪。

正如 7 月 13 日《纽约时报》撰文所说：

20 世纪 90 年代中期起，美国的非法移民人数成倍增长，到奥巴马执政时期已达 1100 万人。受全球贸易的影响，美国的工业产能降

低，没大学文凭的白人，过去能过上体面的生活，现在只能窘迫度日。

国际分工、自动化、生产率提高、就业岗位减少、教育程度低的人遭受冲击陷入绝望，这些大趋势是经济规律决定的现实，它们真真切切地存在，谁都无法阻碍。不管我们怎么想，现实就是这样。经济规律决定的现实如此，不容忽视，不容辩驳。

6月30日，Thomas Friedman 在《国际纽约时报》中发表了一篇文章，他的文字切中要害，我引用他的一段话来总结当今我们面临的状况：

在当前时代，科技、全球化和气候变化如此之快，我们的政治体系没跟上，没能让社会、教育、社区、工作场所和政治创新与时俱进，很多公民被甩在了后面。

全球化贸易和制造已成潮流，机器人和人工智能已经广泛应用，但是我们的社会保障体系、贸易逆差保护机制和教育提升机制却远远落在了后面，很多人只能无助地被趋势变革抛弃。很多人茫然失措，不知该怎么办才好。

我非常认同 Friedman 的观点，这让我想起了艾尔文·托夫勒 (Alvin Toffler) 1970 年写的书《未来的冲击》(Future Shock)。在托夫勒笔下，他给“未来的冲击”下了一个简单的定义：“在极短的时间内发生极大的变化”。托夫勒认为未来的冲击会激发社会动荡。

小阿瑟·M·施莱辛格 (Arthur M. Schlesinger, Jr.) 在《The Politics of Upheaval》一书中讨论了经济衰退和不满情绪的影响：

社会的中下阶层忍受着屈辱、不公和贫穷，感到无限的恐惧和绝望，他们最容易受到某些政客的煽动.....这些人一般是小地方的人，以前不属于任何政治团体，在经济崩溃的冲击下，他们一开始还很冷漠，后来却再也控制不了自己，所有情绪都爆发了出来.....旧时代的美国对新时代的政治和经济发起了愤怒的反抗。

我们当前的情况和上面这段话中说的一模一样。施莱辛格已于 2007 年去世，他这段话是在 1960 年写的，描述的是大萧条时期的美国。我们现在看到的民粹主义并非当今特有的现象，在经济遇到困难的时候，总会出现这种思潮。

从历史来看，每次民粹主义兴起，总会有危害社会的领导者上台，总会有危害社会的运动兴风作浪。

生产效率的提高以及来自国外的竞争导致没有一技之长的劳动阶层，即所谓的“工人阶级”，遭到了最严重的打击。在全球化大潮中，有的人从事的工作属于竞争力低下的行业，他们受到的冲击特别大，他们的收入降到最低水平，他们可能下岗，甚至永远失业。社会应该帮助这部分人，缓解他们所受到的冲击。有人提出了一些解决办法：

- 去年三月，美国民众中感到愤怒不满的人在支持伯尼·桑德斯的选民中占 78%，在支持唐纳德·特朗普的选民中占到惊人的 98%。
- 超过一半的选民，包括特朗普支持者中 61% 的人，感觉承受不起生活成本的上升。特朗普先生的支持者中有四分之三的人认为自己现在过的生活还不如 50 年前。
- 有些力量是不可抗拒的。过去白人无可争议地掌控着政治权利，过去没上过大学的年轻人也能很轻松地找到好工作，这样的日子再也回不来了.....
- 上个月，世纪基金会的 Jeff Madrick、威廉姆斯学院的 Jon Bakija、加州大学的 Lane Kenworthy 和 Peter Lindert 这四位学者公开发表了一篇文章，提出了一些具体措施。文章的标题是“我们的政府多大合理？”(How Big Should Our Government Be?)
- 几位学者指出有四个重要任务：提升美国的生产力；增强工人的经济保障；加大教育投资，为低收入家庭提供更多机会；确保中产阶级能分享更多增长红利。
- 具体的措施包括加大基础设施投资，组织专项资金应对失业率增加，加大对医疗保险的投资。他们呼吁在病假和产假期间正常支付工资，并且为换工作时工资收入降低的工人提供工资保险。他们主张为养育多个子女的贫困家庭提供更多帮助，还主张提供普遍的学龄前儿童教育。（8 月 3 日，The International New York Times）

这份计划提出了大量改革，许多美国人会认为其中的不少提议都带有政府干预性质，并不可取。那到底该怎么办？如果我们什么都不做，收入和财富差距将继续拉大，还是有很多人遭受全球化的负面影响，在我们的政治进程中仍然会充斥着愤懑不满的情绪。

经济学专栏作家爱德华多·波特（Eduardo porter）在 5 月 25 日的《纽约时报》上简明扼要地总结道：

我们不该阻挡，也阻挡不了全球化，但是，在变革的世界经济中，如果我们处理不好，肯定难以收场.....

去年特朗普能得到那么多支持，桑德斯在民主党初选中能得到那么多选票，根源在于上述的各种趋势，有的人在这些趋势中感到不满、恐惧和愤怒，特朗普和桑德斯才得了势。在英国脱欧的公投中，类似情绪也发挥了举足轻重的作用，目前这种情绪在欧洲正在蔓延。今年的大选结束后，这些问题仍然存在。这些问题很棘手，不是短时间内能解决的。此次大选中体现出的各种问题，无论是经济方面的，还是其他方面的，都将对美国政治产生深远影响。

未来政局将受何影响

长期以来，美国两大政党的定位都很明确。我个人感觉是这样的：

- 最初的民主党代表“工人阶层”，主张政府发挥更大作用，主张增加税收、消费和财富再分配，倡导比较自由的社会政策。
- 最初的共和党则代表大企业和美国的富裕阶层，他们主张企业自由发展，政府少干预，降低税收，在国防和国外干预方面更加强硬，社会政策比较保守，主张自由贸易，奉行供给侧经济理论（“涓滴效应”）。

两个党派及其候选人和选民一般都符合上述意识形态，多年来，两党的主张都在日渐发生变化。

- 早年的民主党支持民权运动，得到了非白种人的普遍拥护。比尔·克林顿当政时期，民主党的政策收紧，更加靠近中间路线，对社会福利和经济再分配不那么热切了，转而更加支持大企业和自由贸易。
- 因为民主党主张废除种族隔离，乡村地区的白人感到不满，转投共和党。共和党对于强化军事实力、缩减政府规模和福利制度改革不那么热衷了，现在更加倡导宗教、道德和个人自由，在社会问题上更保守了。

在这次总统大选中，特朗普和桑德斯都是局外人，不是传统的两党代表，大量选民对两党过去的表现很不满，对今天的现状也不满。正是有了这些选民的支持，这两个局外人成了热门人选。美国政治中的变化加剧了，有人说一场政治变革正在进行。

从 2016 年的情况来看，美国的政坛可能重新洗牌，将来或许会出现这样一个政党：

- 它代表经济状况糟糕、对社会不满的弱势群体；
- 它代表一种牢骚满腹的文化，不管政治正确性，藐视专家和既有体制，藐视经济、社会、政治和媒体领域的精英；
- 它惧怕恐怖主义、排外情绪强烈、主张实施保护主义政策、主张闭关锁国；
- 它倡导实用，只管本国和个人利益，不管什么主义和意识形态。

上面的这些主张，用特朗普的话说是“美国优先”、“重振美国雄风”，它们可能取代民主和共和两党的传统观念。等着看选举结果吧，许多人说共和党中的老派失去了对共和党的控制。上面说的新党派可能还叫“共和党”，也可能是一个全新的政党。民主党中的老派现在还掌控着局面，但桑德斯已经动摇了民主党的根基，他的社会主义原则吸引了大量少数派追随者。

美国历史上只有两个党派，重新洗牌后，变成三个党派会怎样？特朗普的追随者是否会成立一个“不满党”，与民主党和共和党同台竞争？桑德斯的支持者反对自由贸易，仇视银行和大财团，藐视社会精英和华盛顿的既有体制，他们对经济前景感到失望，主张实施经济再分配，他们会加入特朗普的行列吗？这两派人在政治、文化和人口特征方面存在巨大差异，但他们都充满了敌视和不满情绪，他们能因此走到一起吗？如果特朗普今年落选，这批人会消失吗？还是会改为拥护比较传统的政界人士？只有时间能告诉我们答案。

还有个问题：美国宪法规定总统要获得选举团绝大多数选票才能当选。如果有三个政党，可能没一个候选人能获得绝大多数选票，那该怎么办？

一年前，几乎没人考虑过这个问题，现在应该有不少人在研究了。答案是这样的：在没获得选举团绝大多数选票的情况下，总统通过众议院选举产生，每个州拥有一票。人口最少的 26 个州只有美国人口的 17%，从理论上说，它们可以决定谁当选总统。不管各党派议员在众议院占比如何，没了按比例选举制，这是个大问题。

我的解决方案

我很欣赏许多我遇到的两党的政界人士，我只是对当前体制下的整体行为有意见。我有必要在此澄清一下，从我的上述文字来看，你可能觉得我认为所有的政界人士都不合格，其实不然。在 *What Worries Me* 这篇备忘录中，我说过：

批评政界人士，不能把所有政界人士都一棒子打死。有些政界人

士，是我非常欣赏的。他们有一个共同点，都主张两党合作。他们不认为政治是你死我活的竞争，唯一的目标是羞辱对手，赢得竞选，他们想的是如何解决国家面临的问题。

虽然有一些优秀的政界人士，我还是不怎么乐观，觉得比较忧虑。在 *What Worries Me* 中，我还写道：

坦白地说，我认为政府很难改善。看报纸的人越来越少，看电视新闻的人越来越少，人们越来越不关注国家和国际大事，流行的是声音剪辑，人们集中注意力的时间越来越短，甘愿奉献的精神越来越少，自私自利的人越来越多……怎么能乐观得起来？我们可以心怀希望，但我看不到太多希望。大多数人在选总统时是怎么选的？谁在竞选广告中形象更好，他们选谁；谁说他们爱听的话，他们选谁；谁给他们发钱、让他们明天过上好日子，他们选谁。

除了上面说的，还有一个因素也不能忽视：媒体失去了不偏不倚的态度。我年轻的时候，媒体遵循公平公正的原则，现在的媒体，无论是电视、报纸还是网站，都是某一党派的发言人，根本没有不偏不倚的立场。关注大选的人在听新闻时听到的都是一个党派的一面之词，另一党派根本没有陈述观点的机会。人们变得更极端了，人们和党派之间的鸿沟更深了，两党合作的阻力更大了。

当前的政坛局势能得到改善吗？当前的现状无法改变吗？我们在文中所说的经济和社会趋势很难改变，但是我们可以通过一些制度变革来改善政治进程。

第一，在划分众议院选区界线时，应当排除政治因素的干扰。按当前的规定，每隔十年，在经过人口普查后，控制每个州立法权的政党将选区界线重划一次。各政党可能在划分选区时做手脚，把反对派选民集中划分到少数几个地区，当权的政党可以赢得众议院大多数席位。举个例子，在 2012 年宾夕法尼亚州的选举中，民主党在竞选众议院席位时获得了 51% 的选票，但是该州的立法机构由共和党控制，他们在划分选区界线时把这 51% 的选票都塞到了几个很小的区域，结果在宾夕法尼亚州的 18 个众议院席位中，民主党只获得了 5 个（28%）。

哪个党划分选区界线，众议院的席位就是哪个党的。众议院中的绝大多数席位根本不是通过竞争赢得的，早被一个政党收入囊中了。

94% 的众议院席位竞选，结果都是早成定局。换了是在别的国家，

出现这样的情况，我们美国肯定要说不民主。（2014 年 10 月 14 日，Christian Science Monitor）

再举个例子，加州更改了选区界线划分方法，在此之前，根据《纽约时报》的报道，来自加州的国会席位很稳固，在 255 次竞选中，只有一次出现了易手。

如果选区界线由独立的非政治委员会划分，应该不会出现所有议员固守一种意识形态的情况，议员们更有可能相互妥协、折中，政府在制定政策时可以减少争斗，提高效率。我以前居住在加州，加州现在已经开始实施此项改革。2011 年，国会选区是由独立委员会重新划分的。现在说结果如何还为时尚早。从目前的情况看，新选区的划分主要遵循地理和人口特征界线，选举中的竞争更透明，更合理。

第二，初选机制应当改革。如上所述，通过选区划分，某一党派可能获得众议院中的所有席位。在一个不存在竞争的选区，只要被占压倒性优势的政党提名，肯定能当选。所以，真正的竞争是初选，而赢得初选的很可能是那些拥有狂热意识形态的候选人。原因有三点：(a) 根据 fivethirtyeight 这一网站的统计，2014 年，有投票资格的选民中，只有 15% 在国会初选中参与了投票；(b) 参与初选投票的人很可能是那些最受鼓动的人，也是拥有强烈意识形态的人；(c) 由于在划分选区界线时做了手脚，占压倒性优势的政党所提名的候选人不必理会另一党派的选民或无党派选民。按这样的机制，极端主义很容易出头。

如果这样更改一下初选规则，可能会好一些：(a) 只有一次初选，所有人都可以投票；(b) 在初选中得票最多的两人，无论党派如何，均进入普选。例如，在一个共和党拥有大量支持者的选区，角逐众议院席位的两个普选候选人可以都来自共和党，既然是民主党不可能赢得的竞选，也不会有民主党出现在选票上。这样一来，两位共和党候选人中较温和者可能得到两党中比较温和的选民的支持，从而入选国会。

加州、路易斯安那州和华盛顿已经开始“在初选中选出前两位”。这样的机制可以保证选出来的是比较温和的候选人，不是极端分子。如 fivethirtyeight 网站所说，2014 年在华盛顿第四选区就出现了这样的情况。在初选中，一位“茶党英雄”以 32% 对 26% 领先一位温和的共和党人，而得票最多的民主党候选人才获得 12% 的选票。如果共和党与民主党各有各的初选，茶党候选人肯定会在普选中与民主党候选人对阵，而且也一定会获胜。但是在华盛顿，最后对决的是两位得票最高的共和党人，其中较为温和的候选人赢得了温和派共和党人和一部分民主党人的支持。

如果有更多温和派胜出，就像几十年前一样，我们更有可能看到两党合作的局面，互相都让一步，而不是僵持对立。有人觉得政府有所作为不如僵持不动，我认为现在有很多问题急需解决，参众两院分别被两党中的极端主义者掌握，或者参众两院被一党中的极端分子把持，与白宫争执不下，问题很难得到解决。

第三个改进办法是减少金钱在政治中的作用。在美国政治中，金钱无处不在，而且影响越来越大。

- 2012 年的总统大选一共耗费了 20 亿美元，与 2016 年的相比应该是小巫见大巫了。
- 2012 年，所有联邦选举的总开支估计是 70 亿美元。
- 有些国家的选举经费来自公共资金，而美国大选中的几乎所有资金都来自私人。除了私人捐赠，公司和工会也有庞大的影响力。
- 最近的法院裁决允许增加资助金额，而且工会成员很难拒绝出资。有人将出资支持竞选等同于言论自由，所以这种行为很难监管。
- 活跃在游说团体中的有 11,000 多人，每年开支超过 30 亿美元。
- 每个利益团体都出资支持自己的游说团体，有些利益团体不希望改革触及自身利益，他们出资最多。

被选上去的候选人必须卯足劲拉赞助，要不哪有资金打选战。哪个政界人士能忘了他的金主？所以，有些当选的人想的不是如何制定好政策，而是如何为某一利益集团谋利。

几年前，我遇到过一个人，我决定支持他参选。他当选后给我打来了电话，我以为他是要向我报喜和致谢。没想到，他是让我出资帮他进行下一轮竞选！国会议员的任期只有两年，国会议员的竞选无休无止。募集资金在美国大选中多重要，从这个小例子中可见一斑。

我还有最后一条建议，但是这条建议对于我们的联邦政府来说是多余的。我的第四个建议是，避免通过公投做决定。我们的开国元勋很有智慧，他们给我们留下的治国之道中根本没有公投。我想应该是他们有先见之明，他们知道不能让普通百姓通过直接选举来做重大决定，担心会出现“多数人的暴政”，但是他们却没规定不准许各州进行公投。

结合当前的时政，我们不妨回顾一下撒切尔夫人在 1975 年发表的反对公投的言论：

她说没有明确的宪法条文的保护和界定，公投违背了议会主权理念，是政治上的权宜之计。在英国的政治体系中，公投无异于以多数主义取代自由民主，置少数人的权益于不顾。她说：“已故的阿特利勋爵说的有道理，独裁者和蛊惑人心的政客才使用公投这样的手段。”

(2007年9月11日, Financial Times)

像英国脱欧这么重大问题，根本不能以简单多数的投票结果直接决定。第一，参与投票的人比我们预期的少，最后的决定反应的可能只是一小部分人的意愿。第二，许多投票的人缺乏知识，也没有分析能力，无法做出良好的决策。在英国脱欧公投结束后的几个小时里，英国人在 Google 中查询得最多的是这样的问题：“脱离欧盟有何影响？”“什么是欧盟？”能想象吗，很多问这些问题的人可能正是刚刚决定了英国前途的人。投票之前，他们连这些问题的答案都不知道。

刚刚经历了英国发生的事情，联想到美国当前的时局，我写了这篇备忘录。我想说的是，政治正视经济现实的时候很少，政治有自己的现实。

近些年，面对收入、财富、贸易和就业等问题的趋势，许多美国人和欧洲人感到非常不满，这种情绪会对将来的政局产生重大影响。当人们普遍遭受经济问题困扰时，他们可能选择错误的领导者。美国也不例外，我们对此必须保持高度警惕。

写于 2016 年 8 月 17 日

2017/01/10 专家意见

8 月份，我曾提到我的备忘录选择了“政治现实”作标题，部分原因是我喜欢矛盾。我常常用反语来表述内在矛盾，比如“巨虾”和“常识”之类。现在我再用另外一个词来表述：“专家意见”。

这份备忘录的灵感来自于已经尘埃落定的美国大选举。你可以说，在我 11 月 14 日的备忘录《没想到吧！》结束时，我说了不会再写政治。的确如此，但我可没说我不会去思考政治问题。无论如何，这份备忘录不是在谈政治，而是谈我的一些想法。

去年春天，我参加了一次晚宴，希拉里的一个高级顾问正在征求意见，因为希拉里和她的竞选团队努力想出一个有效反击伯尼·桑德斯民粹主义的信息。

大多数在场的人对此沮丧，直到一位经验丰富的民主党人士向每个人保证：“别担心。她会赢，大势不可阻挡。”希拉里的支持者松了一口气，结果证明他是正确的：希拉里赢得了提名。

10 月下旬，由于希拉里的私人电子邮件服务器问题，美国联邦调查局进一步调查希拉里，这有碍于希拉里竞选。当这位经验丰富的民主党人又被问到选举是否处于危险之中。“别担心”，他还说，“她会赢的。大势不可阻挡。”现在，我们都知道结果了。

专家意见向来受到重视.....但它们却只是意见。专家们可能比我们其他人更正确，但他们不可能总是正确的，或者说未必更接近于正确。今年的选举季给了我们很多机会透过选举去看专家意见，我的这份备忘录将开始反思专家意见。

民意调查失灵的一年

去年 6 月，英国脱欧公投让民意调查机构开局不利。英国民意调查机构和博彩公司都认为，70% 的英国公民可能投票留欧。但最后，“脱欧”赢了几个百分点。

市场震惊了，双方选民对结果都没有准备。一两天之内，英国主要政党的领导人就下台了。人们开始认真讨论这个结果意味着什么以及如何完成“脱欧”。

人们认为，英国民调的误差，主要是因为民调经验和专业能力较低，它不会发生在美国。事实上，在 2008 年和 2012 年的美国总统选举中，538 网站（注：一个成立于 2008 年的新闻网站，因通过棒球比赛数据成功预测出奥巴马将赢得美国总统大选而成为人们关注的焦点）的所有者纳特·西尔弗（Nate Silver）之前两次预测都对了，一次是全对，还有一次是预测到了 50 个州选举结果中的 49 个。

2016 年，直到 7 月份共和党年会结束时，538 网站估计希拉里·克林顿获胜的几率稍好于 50/50。后来，在 8 月份民主党会议结束之后，它对唐纳德·特朗普的错误认知达到顶峰，希拉里对特朗普的胜率是 8 比 1。

再然后，在 9 月 26 日的第一次总统辩论之前，538 网站表示，希拉里略领先一步。538 网站从来没有预测过希拉里会是一个失败者。在选举日，它估计她有 71.4% 的胜率。

其他大多数民意调查则认为，希拉里赢的机会在 80% 和 99% 之间，只有一个机构认为特朗普会赢。

最后，当然，特朗普在选举中以 304:227 的最终数赢了，尽管他比希拉里少了 290 万张选票，或者说选票数大约少了 2%。但关键是，他赢得了一些“摇摆州”，如宾夕法尼亚、密歇根州和威斯康星州，而在民意调查中和如此多的专家预测里，特朗普远远落后。

2016 年民意调查的最后一次失败，是意大利改革公投，意大利总理马泰奥·伦齐赌上了他的职业生涯—被认为会落后 3%—在公投中输了 20% 的票数。结果并不意外，但票数肯定让人吃惊。

没人真的知道去年民调失灵的原因。一个显而易见的理由是民粹主义者反政府、反内幕的情绪高涨，但这种情绪不应该早被发现吗？尤其是，在一些重要群体面前，比如西班牙裔和大学教育的妇女，特朗普表现得比预测明显得多（或者说更不逊色）。

由于某种原因，在 2016 年，这三个国家的民调机构并未与一个具有代表性的选民样本谈话，未能得到诚实的回答，或未能准确解释数据。因此民调机构的意见未来不会再被那么重视。

如此多的专家

我惊讶于意见是如何逆转的：

- 竞选期间，希拉里的竞选团队和“地面战”被认为是先进、有效、无可阻挡的。特朗普被认为是乌合之众，资金不足和内部不和。现在，特朗普的策略被描述为非常有效的，希拉里已经错过了重要信号和机会。
- 希拉里失败后，很多人认为是因为她的选民过于集中在一些地区，而特朗普吸引并赢得了一些热情而在边缘选区的选民。事实上，特朗普被描述为拥有“完美音调”，希拉里被称为“听觉不灵”。
- 特别是，现在大家都认为希拉里无法解决白人的担忧，没有为那些失去工作、被经济发展忽略的人提出解决方案，这是一个很大的错误。但在竞选期间，却没有人指出这个错误。
- 值得注意的是——特朗普的信任者——纳特·西尔弗（538 网站主编）一再坚持特朗普能赢。事实上，他经常提醒特朗普的追随者，大多数人预期希拉里失败的可能性并不大于特朗普的胜利。但到了选举日，西尔弗认为特朗普失去民众选票但赢得总统的可能性是 10.5%。我们不能说他预测到了结果。但是，首先，他比大多数人更加明确，其次，他过去相当罕见准确预测了很多事件（所以也不能说他只是推测）。
- 最后，直到选举日，大多数观察家（包括我）谈到共和党可能会出现在其传统派系、茶党保守派和特朗普的经济不满、反对党支持者之间的选举中被撕裂的可能性。这可能是事实，但现在民主党也被认为存在风险，因为希拉里为代表的温和派和桑德斯/沃伦为代表的进步派之间也有分裂。

在选举六天之后，我写了《没想到吧！》回想上个星期的选举。我们看到了什么？

- 民意测验几乎一致认为希拉里获胜。
- 一种普遍的信念是，特朗普不太可能胜利，如果他赢了，对市场不利。

那么，发生了什么事？首先希拉里没有赢。第二，美国股市自 2014 以来创下了最好的一周！因此，可以基于上周的发展，我们可以做两个关键的观察：

- 首先，没人真的知道会发生什么事情。
- 其次，没人知道市场对这些事件的反应是什么。

我们从 2016 的意外中，应该得出的一个关键结论：专家往往不了解民众

和他们的观点。很明显，那些在媒体工作的人不了解许多普通的美国人；有大学学历的人并不了解那些学历不高的人；生活在沿海和大城市没有理解其他人。强烈的情绪和信念以专家不能理解的方式决定了一场关键性的选举，专家们对此完全无法理解，并认为这几乎是不可能的。

当然，未来事件大多没有“事实”，只有“意见”。专家，特别是那些聘请来的专家，说起话来像真的一样。他们说得更像真的，他们的话也不是一定能变成现实。

媒体怎么了？

当我年轻的时候，公众信息主要来源于数量有限的媒体。只有三家有线电视和四个地方电台，没有更多的信息渠道。直到 1987，媒体一直受到联邦通信委员会（FCC）的公平性原则约束，广播公司在讨论有争议的公共利益时，必须反映正反两方的意见。

电视新闻节目主持人爱德华·默罗（Edward R. Murrow）是美国最受尊敬的人，我经常观看他的节目。他说，“不质疑，是因为不够了解。”沃尔特·克朗凯特、切·亨特利和大卫·布林克立同样值得信赖。那时候，媒体可能会倾向于民主党或共和党，但在编辑规范层面，很大程度上避免了一个媒体只为一个党派说话。

后来，有线电视网络剧增，收视率竞争激烈。一些电台和电视台全天播放新闻。拉什·林堡、罗杰·艾尔斯和鲁伯特·默多克意识到，播放偏激的、有煽动性的节目可以吸引大量观众，能赚大钱。唐伊姆斯（注：脱口秀主持人唐伊姆斯于 2007 年遭到开除，原因是他在节目上对一支大学女性棒球队不敬）、詹娜·杰姆逊等人主持的节目夸张低俗，各类新闻和谈话节目竞相模仿他们。所以，现在我们常常看到各种肆无忌惮的言论以及明显站队某一党派的信息。

如今，新闻媒体与 30、40 年或 50 年前的新闻几乎没有什么相似之处。许多网点高度偏向一方或另一方，以致于人们有可能整天都在读、看、听，却从来没有全面的事实。因此，大多数人在 2016 次总统选举的媒体报道中发现了一些抱怨。

今天的媒体人士很少像默罗一样描述错综复杂的事件。相反，他们倾向于将预测看作是确定的事。你什么时候听到电视评论员说“我认为”或者“在我看来”？

事实上，媒体人士经常让我想起上个世纪 70 年代听到的经济学家们的说法：“基金经理从不盯市”，就是说，他们很容易忽略自己所犯的错误。

2015 年 8 月或 9 月，当唐纳德·特朗普在争取共和党提名的时候，一名纽约时报专栏作家断然表示，因为特朗普无法忍受失败的可能，他将在一月初选开始前退出竞选。我们没有看到这种情况发生，这位作家也不再提起自己说过这话。

媒体在做什么

去年，我花了大量时间，通过网站，报纸和电视报道关于关心政局，了解总统候选人的情况，选情的严峻性以及媒体报道的最新趋势。我知道大多数人都是，你也可能如此。对许多人来说，它是一个关注焦点，大家甚至狂热追踪这些信息。

我的儿子安德鲁帮我从媒体影响里拉出来：

- 以下事件让人们觉得他们积极参与其中，并且消息灵通。
- 当人们认为自己是见多识广的时候，他们就会更加自信地思考和行动。
- 但媒体专家往往不比我们其他人更有见地。
- 不管怎样，人们倾向于相信媒体而不是挑战他们。
- 因此，跟随媒体专家，虽然娱乐，可能在浪费时间，消耗智力。

基于这些理由，我很欣赏大选结束一周后 11 月 16 日《Observer》刊登的一篇文章。文章标题是《想让美国再次伟大？别看新闻了》，作者是 Ryan Holiday，谈到了新闻盛景。

由于种种原因，媒体出现了这些：获得高质量、可靠的信息，需要我们目不转睛花更长时间。我们有更多的“新闻”，但原始信息比以前更少了，意见和分析更多了，但正如（作家和学者）汤姆·尼科尔斯所说，不知何故，媒体越来越不专业。

查克·克洛斯特曼（美国文化作家）曾经说过，他在穿过一个橄榄球俱乐部办公室时奇怪发现，每个人都在看 ESPN。他们没有比一般的观众或记者更好的信息吗？原来，并没有，他们和我们普通人一样，养成了关注媒体的习惯，和我们有着一样的群体思维。

推特不能帮你尽快发布或获取到最好的信息。它让你陷入无休止的争辩或人

云亦云中。它让你相信，每个人都是那么做的。

我们“参与”到这个生态系统中，因为我们都充满好奇心，因为它让我们上瘾。

所以作者 Holiday 想出了一个有用的办法来解决问题：我不会完全不了解或完全脱离当前事件，我决定不再去看他们的实时进展。我每个星期天都要观看新奥尔良圣徒队的比赛，但我不会自欺欺人地认为，星期二看“体育中心”节目会有所帮助。

无论你是否观看这些节目，当媒体对未发生的事件做出评论，不会对结果产生任何影响，如果承认这一点，很多人的生活会更加平静、更有成效。

专家们知道什么？

我以这种方式做这个备忘录，原因之一是我有机会回到我在 2015 年介绍的主题：纽约邮报的“国家橄榄球联盟投注指南”。每个足球赛季，邮报的十一位专家提醒读者下注哪些球队。以下是专家们在整整 17 个星期的赛季中所做的建议，涵盖 256 场比赛：

- 最好的专家胜率是 55.1%。
- 最糟糕的专家胜率是 48.8%。
- 专家们的平均胜率是 51.6%。

专家进一步帮助读者，每周指定最多三个“最佳赌注”。以下是他们“最佳赌注”的结果：

- 最好的专家胜率是 62.7%。
- 最糟糕的专家胜率是 43.1%。
- 专家们的平均胜率是 54.0%。

对该组数据的观察如下：

- 从整体预测结果来看，对错比例是 50:50，这说明专家预测和抛硬币的结果没什么差别。
- 平均来说，专家们“最佳赌注”的准确率只比所有人多 2.4%。
- 两个专家的“最佳赌注”预测比他们的其他选择做得更糟。
- 11 位专家中有 8 个人的胜率超过 50%。但是，由于平均每周要为这些

专家花费大约 5% 的赌注，去除成本之后，这 11 个专家的整体选择几乎没有带来更多价值（听起来熟悉吗？）。即使是专家们的“最佳赌注”，在扣除费用之后的平均收益也没有带来更多回报。

另外还有两个观察：

第 16 周，所有 11 位专家预测，倍受青睐的纽约巨人队将击败费城老鹰队，11 个专家中的 5 个人认为，欠佳的纽约喷射机队将击败新英格兰爱国者队（在这两场比赛里，调整后得分为“点差”，这是玩家为了平衡两队获胜机会设置的）。

比赛的时候，倍受青睐的纽约巨人队输了 5 分（就是说，把他们的分数减去 2.5 个点差之后，表现会更差），而喷气机队（预期会输 16½ 分）输了 38 分。换句话说，首先，专家们可能对纽约巨人队有很大的偏见，其次，他们在这两场比赛中错误率达 73%。

投注者也可以选择游戏中的“高于/低于”的赌注 - 就是说，两支球队的综合分数是否超过或低于赌注设定的阈值，它只是投注者另一种行为方式。结果显示，专家们在 128 场比赛（在总共 256 场比赛中占比 52%）错了 123 次（有 5 次相互关联）。专家们还是没有提供增值，尤其是在扣除他们的收费之后。

如果经济学家不公布他们的业绩，邮报应该公布数据告诉读者，这些橄榄球专家是如何做的。我的基本理解是，专家们的意见助益甚少，媒体报道也没有就专家们的预测缺乏价值展开讨论。

宏观的重要性

过去十几年来，投资者越来越关注“宏观”。我认为这在很大程度上来自格林斯潘领导下的美联储更积极活跃。今天，许多分析师都似乎在关注央行和政府行为，关注利率和汇率趋势和市场表现，而不是企业基本面。

我们听到的几乎都是这些事情。大多数人认为，宏观前瞻是投资成功的关键。因此，现在我想主要谈这个话题。由于我经常跟客户、潜在客户、CFA 社团和学生团体交流，我有很多机会听到人们的想法。通常，他们关注问题的问题差不多。在过去几年里，我最常见的是这些：

- 美联储将在几月加息？
- 经济或市场会出什么问题？
- 我们处在什么局面？
- 我所访问的国家，该国的前景如何？

美联储何时会加息？

2013 年 5 月 22 日，美联储主席本·伯南克在向国会作证时说：“如果我们看到经济持续改善，我们有信心这种状况会持续下去，在接下来的几次会议中，我们将放缓购买债券的步伐。”他的话震惊了全世界。这表明美联储可能“缩减”债券购买- 量化宽松是美联储刺激计划的重要举措 - 伯南克此举预示着多年来被抑制的利率将开始上升。

从那时起，人们一直在关注是否加息，这是我最常被问的问题。我的反应一直是：我怎么知道，你为什么要关心？

首先，我怎么知道美联储是否加息？我总说，我不是经济学家或美联储观察家。我也不认为经济学家或美联储观察家知道答案。没有人会提前知道这些事情，特别是美联储可能本身也不知道。

但更重要的是，为什么会有人关心？如果我说十二月加息，我想问，你会采取什么行动？如果我说 3 月份，你会做不同的事吗？预期是 3 月而不是 12 月有什么不同？如果预期 3 月份加息，在 3 月份之前的很久，资产价格就会做出反应了，预测加息日期这种信息没有多大用处。

会出什么问题？

多年来，我一直觉得对大多数人来说，我们已经在金发的环境：既不太热也不太冷。经济增长不算缓慢，不会导致衰退或通货紧缩，或者说，也不算快，不会导致恶性通货膨胀和需要采取限制性行动。市场已经足够好，但不足以说是泡沫。投资者情绪也如此。

大多数人不会以为，好运会一直伴随。事实上，他们知道不会。只是他们不知道会出什么问题。说实话，虽然我可以列举出很多可能发生的问题（油价，利率，汇率等的变化），但很多人可能已经做过预测了，并且市场已经做出反应了。预期之外才会对市场有大的影响。但是，对于预期之外的事情，首先，大多数人不会想到；其次，大多数时候也不会发生。这就是它们被称为意外的原因。

所以，我可以猜测在“不可能的灾难”，比如战争，通膨突然掉头或者经济突然停滞，但这些事情都不可能发生，我也不会比任何人知道的更多。过去三年，市场最大的影响事件无疑是 2014 年 6 月至 2016 年 2 月石油价格下跌 75%。但又有谁预测到了呢？

我在 2007 年 7 月的备忘录《一切皆好》一文中，在金融危机的关口，我坚持认为，不能永远都是好时光。但我不知道次级抵押贷款会是一个最糟糕的转折性的催化剂，我当时列出了很多可能发生的问题之后，以“我没有想到的事情”结束了备忘录，那都是我能做的最好的预测。……也许对于大多数人来说，都只能如此。

我们身处什么局面？

也许没有人可以说，今天的积极趋势何时会敲响警钟，但人们仍然想知道宏观情况走到哪一步了，趋势何时会结束。人们开始问我，2008 年的金融危机是什么样的情况，他们至今一直还在问。

首先，不可否认，我太挑剔了，人们很少问的很具体。是经济复苏，信贷扩张，连续多年的低违约率，投资者情绪高涨还是股市上涨？当然，问题不同，答案可能不同。

但是，更重要的是，提出这个问题好像是假定我们知道每一场比赛将打多久。标准棒球比赛分为九局，所以“第二局”，“第六局”或“第九局”都可以很明确。但我们永远不知道，比赛还会进行多久。

所以，我建议投资者不要问会发生什么事情，而是问事情是否会持续，或者是投资者情绪低落、稳定还是高涨？资本市场是否大门紧闭、正常还是会有不假思索地慷慨？这些问题能回答，也对投资者有帮助。别问比赛什么时候结束，没人知道答案。

一个国家的前景会怎样？

我的理解是，有些人有不错的投资业绩，掌握特定领域的专业知识，人们因此误认为他们是全能的。因此，我要重申，我不是经济学家（即使我是，正确的概率也是有限的）。然后，我补充一点，即使有投资经验和投资智慧，也不代表能预测出某个国家的宏观前景。

我去某个国家呆了一两天之后，经常会有人问我对这个国家的看法。但在

我的访问过程中，我一般只去大城市，而且大多是和金融圈人士接触，我的很多时间主要用于回答问题而不是搜集信息。

事实上，我最近访问了一个国家，我在回答这个经常被问的问题时，我告诉在场听众，他们比我更了解自己的国家。我对访问过的国家会有第一印象，但只看到了一些简单的数据和情况，如果要做出判断，需要有比较长时间的接触和了解。

选举的影响

当然，美国总统选举是 2016 年最大事件，它给我带来了无尽的问题。谁会赢？我和生活在沿海地区的其他人一样，读着相同的民调，并得出了相同的结论。我不可能提出独特的见解，质疑希拉里获胜的可能性。

两位总统候选人有何不同？并没有任何明显的预测结论说，希拉里将会当选，两个人的民意调查差别很小，任何事情都是可能的，有时候，特朗普当总统的可能性更大，但也有相当多的潜在不利因素。

选举日和之后，我在澳大利亚，选举的影响立即显现。事实上，就是这些影响促使我在之后的周末在首尔写了《没想到吧！》这篇备忘录。其中，我描述了以下开放性问题：

- 特朗普在竞选活动中说的是多少？
- 他说的话实际上意味着什么，他打算兑现吗？
- 他打算兑现多少，有多少影响？

我们还没有答案。至于市场，显然特朗普打算成为一个非常亲商的总统。但他会采取什么行动，是否会成功，还不确定。

当然，自选举以来只有九个星期。任何专家告诉你特朗普政府会干什么，或者英国脱欧、意大利没有改革和伦齐会怎样，或者取消 85% 的货币（为了以控制腐败和地下经济，最高面额 500 和 1000 卢比被宣布不再合法）的印度经济的会怎样，或者说即将举行选举的法国和德国会怎样，都是在信口开河。

我眼中的专家意见

这个问题我讨论过很多次了，我想在这里做一个简要的总结：

1. 关于未来,没有所谓的事实,有的只是意见。人们认为能预测宏观未来,其实是在夸大自己的远见,这来源于无知、傲慢或者说是诚实。
2. 经济、利率、货币和市场的发展不是科学过程的结果。参与其中的人 - 人们的情绪、困难和偏见 - 使这些过程非常不可预测。正如物理学家理查德·费曼所说:“如果电子有感情,物理学会变得多么困难!”
3. 对这些问题持有看法是一回事,但要坚信自己的看法是正确的并且采取行动,是另外一回事。
4. 对不确定的事物采取大胆行动不仅是误导,而且是危险的。正如马克吐温所说,“让你陷入麻烦的,不是你不知道,而是你不知道自己不知道。”
5. 橡树资本的每个人都有对宏观的看法。当我们看到市场的极端情况,尤其是资本市场行为时,我们倾向于采取强有力的行动。但我们高度清楚我们不知道的东西,当情况不是很明确或者模糊时,我们不会下重注。

我将分享我对宏观的最新顿悟来结束这一节。我最近意识到,在我投资业务的早期几十年里,变化来得如此缓慢,人们倾向于将环境视为一个固定的环境,在这种环境中,循环周期性地发生。但是从二十年前开始——主要是由于技术创新的加速——事情开始变化如此之快,以至于固定背景的观点可能不再适用。

现在,技术发展、断层、人口变化、政治不稳定和媒体趋势等因素,导致环境不断变化,周期循环不再像过去那样。这使得那些敢于预测宏观的人,工作比以往任何时候都更具挑战性。

事实如何呢?

虽然我不看好预测,尤其是基于观点的“事实”,但我确实相信事实存在。然而,不幸的是,“事实”的概念被用在日益恶化的党派环境中。最近,我们看到“非事实”越来越多,“真正的事实”不见了。

“假消息”在 2016 年成为一个重要问题。有些人认为它影响了选举。访问便捷的社交媒体使得制造和传播令人相信的陈述变得相当简单,即使他们完全无中生有。一个很好的例子是,2016 年有人造谣说希拉里·克林顿等人以一家披萨店为掩护实施虐童行为。我期望继续讨论社交媒体在消除不真实角色方面的适当作用,以及保护言论自由和防止发表虚假之间的冲突。

同时,我担心真正的事实在消失。现在看来,几乎任何事情都是可疑的。科学家和世界各国的领导本来有着广泛共识,人类在气候变化中扮演着重要的角色。然而,这个想法被驳斥为“见仁见智”。有一天,国会预算办公室的报告发

了一个报告，我听到现在领导政策智囊团的一个前美国参议员称之为“假消息”，双方发生争执。如果没有党派倾向的国会预算办公室都被认为是不客观和真实的，还有谁可信？

狂热的党派争执，对专家不尊重，严重降低讨论标准，这些是事实吗？意见、事实和假事实之间没有区别？谁是值得信任的公众人物？谁是当今的爱德华·罗斯科·默罗？任何声明是否可以避免贬损，即使它不是 100%可衡量和证明？如果没有影像记录，历史是否受到无限修改？我们怎么告诉孙子们什么是“真相”一词？他们会相信什么权威人士？我们真是生活在一个有趣的时代。

宏观投资绩效

一个投资策略的考验是它是否产生好的结果。看这里：首先，“每个人都知道”的宏观是投资者绩效的关键决定因素，第二，很多显而易见的宏观信号，让有远见的人有机会发挥他们的预测能力。因此，这些原料已经到位，让宏观导向的投资者取得好的收益。

让我们来看看两个对冲基金研究宏观基金指数的结果，并将其与所有对冲基金的 HFR 指数进行比较：

<u>年化净收益</u>	<u>1 年</u>	<u>3 年</u>	<u>5 年</u>
<u>HFRI 宏观（综合）指数</u>	(1.17%)	1.64%	0.74%
HFRI 宏观：自由主题指数*	(1.96)	(0.47)	0.35
HFRI 基金加权综合指数	3.37	2.46	4.23

宏观基金由个人运作，而不是算法

对冲基金的平均回报是微不足道的，公平的说，宏观基金平均收益是严重不足，宏观基的实际平均净回报在统计上无异于零。因此，基于指数，很难说试图从宏观经济发展中获利的基金管理人，真的有获利。

最后的话

结束之前，再写一些最近的几点感想：

首先，我一年前和沃伦·巴菲特共进晚餐，他指出，一条值得关注的信息，它应该是重要的且可知的。现在，投资者比以往更多关注于宏观未来洞察，因为它很重要：它影响市场。但有一个问题：沃伦和我都认为这些东西在很大程度上是不可知的。他很少把投资决策建立宏观信息基础之上，橡树资本也很少这么做。

第二，我前面提到了《Observer》刊登的一篇文章。我觉得有一段金玉良言：

“如果你想修身”，Epictetus（公元一世纪的希腊哲学家）曾经说过，“不妨在无关的事情上显得无知或愚笨一些。”在我们的超连接中，一个人可以做的最强大的一件事情是，媒体世界所说的：“我不知道。”或更挑衅地，“我不在乎”。当然，不是一切事情都要这么做，但大多数事情可以这么做。因为大多数事情并不重要，大多数新闻故事都不值得追踪。（再强调一遍）

最后，和大家讲一件事。我前一阵子接到了一个电话，是一位卖方分析师打来的。我在 70 年代初工作时认识的，我们保持联系。“你改变了我的生活，”他说。“我不再做预测了。我研究数据并报告我的推论。但我不再对未来表达意见。”我的目的达到了。

写于 2017 年 1 月 10 日

2017/04/18 循环信贷

在我撰写的 2016 年客户年终回顾备忘录中，我对封闭式基金使用循环信贷进行了讨论，这些基金在私募股权、房地产、困境债务和私募信贷等领域进行投资。在我的印象中，最近几年循环信贷的使用已经变得相当普遍。为满足客户的要求并灵活应对市场趋势，橡树在一些更新成立的基金中使用循环信贷。

这篇回顾引发了一些对循环信贷及其优点和影响的有趣而热烈的讨论。因此我决定以此为主题撰写这篇备忘录，供广大读者阅读交流。

循环信贷是如何运作的？

正如我在年终回顾中所描述的，循环信贷是提供给基金的银行贷款，使基金能够使用借款而非有限合伙人资本，进行早期阶段的投资或支付费用和开支。尽管目前并没有关于循环信贷的统一描述，但我认为，总体来说：

- 循环信贷规模以有限合伙人承诺资本的某个百分比为限。（信誉最佳的有限合伙人的承诺资本可获得 90% 放贷率；而信用状况较低的有限合伙人的承诺资本则获得较低放贷率，或者在一些情况下，放贷率为零。）
- 循环信贷以有限合伙人的承诺资本作为担保，并且
- 除非获得延期，一般需要在基金期限的早期或中期时偿还，但循环信贷的期限开始变得更长。

关键在于循环信贷可以代替有限合伙人资本进行投资，但基金不能利用循环信贷作出超过其承诺资本的投资。换言之，规模为 1 亿美元的基金可以无须通知有限合伙人出资，而使用循环信贷购买 5,000 万美元资产，但基金的总投资额仍不能超过 1 亿美元（不包括已退出项目所得款项的循环投资）。实际上，所有循环信贷融资的作用本质是延迟有限合伙人出资的时间点。

因此本文讨论的出发点基于这样的事实：循环信贷只对有限合伙人资本施加杠杆，而不对基金施加杠杆使得基金的投资额超过其承诺资本。与循环信贷不同，基金层面的债务允许基金投资额超过其承诺资本，但并非本文讨论的主题。

循环信贷有哪些影响？

由于循环信贷并不对基金施加杠杆，因此使用循环信贷并不会增加基金在期限内投资所获的利润总额。前提是普通合伙人即使在基金没有使用循环信贷的情况下也会作出相同的投资。

另外使用循环信贷显然不会改变基金的承诺资本或已投资资本，因此假设有限合伙人资本最终被全部提取，使用循环信贷并不会提高基金对有限合伙人资本的分配比率，无论是承诺资本倍数（MOCC）还是投资资本倍数（MOC）都不会发生改变。

那么不变的方面就讨论到这，使用循环信贷所带来的改变有哪些呢？首先正面影响同时也是使用循环信贷的最初目的包括：

1. 在普通合伙人无需频繁要求有限合伙人出资的情况下，能进行投资并支付基金费用和开支。循环信贷可以为机会型基金提供及时资金，帮助此类基金即使不用持有大量现金也不会错失需要快速出资的具有吸引力的投资机会。
2. 随着基金延迟向有限合伙人发出划款通知，基金早期录得的内部回报率（IRR）（即有限合伙人资本的加权回报）将会大幅提高，前提是早期利润超过循环信贷所产生的利息和开支。
3. 基金使用借款可以降低或甚至消除基金早期的负面回报，即“J 曲线效应”。J 曲线效应产生的原因是：（a）在基金早期，管理费通常按总承诺资本收取，而用作投资的资本占比相对较小；（b）私募投资一般在较长时间后才会显出业绩。
4. 在基金生命周期的后阶段，基金会提取有限合伙人资本用作投资或偿还循环信贷的借款。这将会导致已使用的循环信贷占有限合伙人资本的比率下降。因此基金的内部回报率将会从早期的高位回落，并下降至假设基金没有采用循环信贷时的水平。然而在所有其他条件不变的情况下，基金在整个期限内的内部回报率仍可能比没有使用循环信贷时要高，因为使用循环信贷推高回报率的作用会逐步减弱，但不会逆转。
5. 最后，任何因使用循环信贷的借款而导致未出资的承诺资本，仍被有限合伙人所持有。因此有限合伙人的未出资资本所获得的任何回报，若超过其相应承担的基金循环信贷成本，将会提高有限合伙人的业绩。

那负面影响有哪些呢？

1. 如果基金通过循环信贷的借款进行投资，则需支付利息和开支，而如果动用有限合伙人资本则无需支付这些费用。即使利率低于 LIBOR + 2%，但支付这些费用将永久性拉低基金的净回报，由于循环信贷并没有对基金施加杠杆，这些费用并不会因基金利润增加而有所抵销（见上文）。因此这些费用会削弱基金期限内所取得的收益，也拖累基金的资本倍数。实际上一些有限合伙人可能希望上缴承诺资本，并赚取优先回报。这不仅符合他们的预期，也同时保留普通合伙人获得奖励费用的历史优先回报门槛。普通合伙人必须在有限合伙人赚取优先回报之后才可以获得奖励费用，而优先回报是根据有限合伙人已出资资本和这些资本被占用的时间长短计算得出。因此以循环信贷代替有限合伙人资本进行投资，降低了优先回报门槛的金额。降低优先回报门槛可以提高普通合伙人获得奖励费用的机率，同时导致基金提前开始向普通合伙人支付奖励费用。但是这不会对基金最终支付奖励费用的金额产生任何影响，即使是没有使用循环信贷而轻松实现优先回报率的基金也需支付相同的奖励费用。（不过与此同时，为循环信贷所支付的利息和开支会降低基金期限内的净收益，从而最终会降低普通合伙人所得的奖励费用金额。这些影响的相互作用可能会很复杂。）
2. 不够严谨或勤勉的普通合伙人或受以下两个原因诱导降低投资标准：首先，实际的资金成本似乎很低；其次，他们或认为录得的内部回报率更有可能超过优先回报率，而更有可能赚取奖励费用。
3. 一些有限合伙人尽力避免非主营业务应税收入（“UBTI”）。我在这里不会对 UBTI 做出详细介绍，但可以这么说，使用循环信贷将增加这些有限合伙人的 UBTI 风险。
4. 由于每个有限合伙人对基金的承诺资本都属于银行抵押品的重要部分，基金如果使用循环信贷，可能会导致在二级市场出售有限合伙人权益的过程复杂化，尤其当潜在买家的信誉较低时更是如此。
5. 随着越来越多基金使用循环信贷，许多银行要求基金提供更多更深入的、有关有限合伙人财力状况的信息，以确保抵押品的充足性。目前一些有限合伙人已经开始反对提供这些信息，而其他的也明确表示不参与循环信贷的借款，这可能会导致有限合伙人之间以及有限合伙人与普通合伙人之间陷入尴尬局面。

尽管存在诸多利弊之处，是什么因素导致循环信贷的使用越来越普及？我认为有如下原因：

对有限合伙人来说：

1. 希望录得较高的内部回报率；

2. 优化现金管理，包括减少资本提取次数；
3. 有机会更有效地运用资本（即使用未提取资本投资而产生额外利润）。

对普通合伙人来说：

1. 期望产生更高的内部回报率，提升自身声誉，帮助募集更多资金；
2. 可能更容易达到优先回报率，而使普通合伙人能提早获得奖励费用；
3. 能够在低回报的市场环境中使业绩显得较高，或掩饰低投资回报；
4. 作为一种防守方式，与其他利用循环信贷提升内部回报率的普通合伙人进行竞争。

对基金业绩指标的影响

当评估基金业绩时，最重要的问题显然是：普通合伙人是否表现出色？问题本身很简单，但回答起来却很难。具体而言如果基金使用循环信贷而显示高内部回报率，是否就能确认普通合伙人的表现出色呢？

由于使用循环信贷不会提高基金的利润总额和资本倍数，所以尽管内部回报率上升令人愉悦，但可能只是一个错觉。请记住，“你不能完全相信内部回报率”（you can't eat IRR），这也正是我在 2006 年撰写的一篇备忘录的标题。

我在该备忘录阐述的基本观点是，我们真正需要关注的是有限合伙人向基金承诺资本之后能赚多少钱，就这么简单。

但更深一层的观点是，尽管内部回报率、承诺资本倍数、资本倍数、或任何其他单个衡量指标是重要的，但个别而言都不足以说明普通合伙人是否表现出色。评估普通合伙人是否表现出色需要考虑很多因素，如果假设所有其他因素不变，那么可能只需要一个指标就足以回答这个问题，但实际上其他因素很少保持不变。例如：

- 高内部回报率确实令人向往。但假设普通合伙人只进行了一项投资、而且该项目的投资额只占基金承诺资本的一小部分，只要其产生巨额利润，基金就会展现出高内部回报率。比如一支规模为 1 亿美元的基金拿出 100 万美元投资某个项目，并在一个月后以翻了一倍的价格 200 万美元出售，那么这个项目的年化内部回报率约为 400,000%。如果这是普通合伙人进行的唯一投资，那么该笔投资的内部回报率就是基金的内部回报率。但这肯定不意味着普通合伙人表现出色，因为我不相信有限合

伙人向基金承诺 1,000 万美元后会对最终收回 1,010 万美元感到满意。

为了理解内部回报率对基金业绩的真正含义，你必须了解基金动用了多少承诺资本，以及普通合伙人持有这些资本有多久。简而言之，有限合伙人希望看到他们的承诺资本被全部投入，并保持长期投入且获得稳定的回报率，这才是实现高收益的方法。而在短期内取得高回报的小额投资并不会让基金收益颇丰，投资期限短于一年、年化内部回报率高的投资尤其可能让人产生错觉。

- 人人都喜欢高投资资本倍数，但它的重要性可能也有限。假设规模 1 亿美元基金的普通合伙人投入 1,000 万美元，并在基金的整个十年期限内保持投入，同时该投资取得 15% 的年化回报率。这会带来 4,000 万美元收入和 4.0 倍的资本倍数。就回报本身来看，对有限合伙人而言已是非常理想的结果。但如果这是普通合伙人作出的唯一一笔投资，全体有限合伙人将仅仅取得 3,000 万美元的利润。而对于向基金作出 1 亿美元承诺资本的有限合伙人来说，这肯定不是他们想要的结果。因此我想再次说明，想要了解普通合伙人是否表现出色，你必须知道基金投入多少承诺资本，以及投资时间持续多久。你需要知道普通合伙人如何配置全部的承诺资本，而不仅限于部分投入的资本。
- 最后，高承诺资本倍数看似是近乎完美的结果，但它也仍不足以判断普通合伙人是否表现出色。假设基金全部投入 1 亿美元的承诺资本，给有限合伙人带来 3 亿美元收入，则承诺资本倍数为 3 倍。这难道不是很好的业绩吗？但是还要取决于普通合伙人持有 1 亿美元的期限有多长。如果普通合伙人用 6 年时间将 1 亿美元增至 3 亿美元，基金的内部回报率则为 20%。但如果要花 10 年时间才取得同样的收入和承诺资本倍数，内部回报率仅为 11.6%。因此仅仅知道投入多少资本和赚取多少回报并不足以判断普通合伙人的表现是否出色，我们还要了解投资时间的长短。

其实，答案很简单。为了能够评估基金业绩，我们必须知道：

1. 有多少承诺资本？
2. 有多少资本用于投资？
3. 投入这些资本的时间有多久？
4. 有限合伙人获得多少回报？

内部回报率（IRR）、承诺资本倍数（MOCC）和投资资本倍数（MOC）都是重要的衡量指标，但没有一个指标能覆盖以上全部四个参数。因此没有任一单一指标足以告诉我们普通合伙人是否表现出色，我们必须考虑多项衡量指标，而它们

有时会给出互相矛盾的答案。从其中一个指标来看，A 基金的业绩可能更好，而从另一个指标来看则 B 基金更胜一筹。这也正好从另一方面证明，分析投资业绩并非易事。评估基金业绩需要综合多项业绩指标，同时还要考虑其他因素，而其中一些因素基于主观判断（就好比判断投资组合的风险有多大一样），以及对结果作出判断。

拥有较高内部回报率的基金，其表现未必优于另一个基金。值得一想的是，使用循环信贷而显示高内部回报率的基金，其表现未必优于（或为有限合伙人赚取的回报未必高于）没有使用或使用循环信贷程度有限、内部回报率较低的基金。

依照这个逻辑，让我们设想一下极端的情况。假如银行出现典型的逐底竞争，按有史以来最宽松的条款让基金取得融资，结果将会如何？假如普通合伙人能够取得的循环信贷规模等同于绝大部分的有限合伙人承诺资本，并无需在基金期限的大部分时间内偿还借款，结果将会如何？在这种情况下，普通合伙人几乎不需要提取有限合伙人资本，甚至低回报的投资都可能让基金层面的内部回报率处于超高水平。这一切的实质是，循环信贷的使用会让人严重质疑内部回报率的重要性。一旦内部回报率受到质疑，任何人想要评估基金业绩时，只能更加注重资本倍数。

更重要的问题

上述所有讨论的本质都是利用算术对循环信贷进行机械式分析。然而循环信贷还存在其他涉及投资风险的问题和一些后果更为严重的问题，甚至可能存在系统性风险。

当人们认为理应发生的事情将会发生时，投资会被视为是安全的。但我经常指出：“理应发生”与“将会发生”是两码事。

让我们来考虑一下运用循环信贷借款的过程：

1. 普通合伙人组建基金并安排循环信贷。
2. 有限合伙人作出资本承诺。
3. 有限合伙人把所需出资的资金存入实体或虚拟的保险箱。
4. 普通合伙人使用循环信贷的借款、而非提取有限合伙人资本进行投资。
5. 当循环信贷的额度快用完时，基金会向有限合伙人发出划款通知，并偿还循环信贷。

理论上整个过程应该是这样的，但有些时候实际情况可能会偏离这个理想化的过程，其中大多数情况是由金融市场或全球层面出现负面事件所致。

- 由于使用循环信贷会导致基金划款次数更少、但划款金额更大，因此加大了有限合伙人出现违约的可能性，以及随之而来的隐患。
- 假设有限合伙人的承诺资本为 1,000 万美元，基金通过循环信贷投入其中的 500 万美元进行投资，恰好此时发生金融危机（或纯粹因投资出现巨大亏损），导致投资价值跌至 200 万美元。假设循环信贷到期，基金通知有限合伙人出资 500 万美元用于偿还信贷，而有限合伙人或许同时收到大量受到类似影响的基金管理人发出的划款通知，并且决定不以 500 万美元去担保目前价值只有 200 万美元的投资，这样的做法符合有限合伙人的最佳利益或信托义务。结果一些有限合伙人不愿出资而选择违约，基金无法获得资金，从而可能限制基金偿还循环信贷又或进行进一步投资的能力，因此也可能损害其他有限合伙人的利益。当然值得注意的是，这种战略性违约行为属于极端假设，它不仅会明显损伤有限合伙人的声誉，还会使有限合伙人蒙受相应处罚、法律诉讼和没收其在基金中资产的风险。
- 某些橡树资本以外的基金使用没有明确偿付期限、而是按银行需求偿付的循环信贷。如果发生金融危机，银行同时大量撤回这些循环信贷，结果会如何？或者如果监管机构要求银行撤回循环信贷，包括不可赎回或尚未到期的信贷，结果又会如何？
- 毫无疑问，越来越多的基金使用循环信贷，正在改变着资金提取和分配的模式。如果数年内基金划款的次数不多，这可能会使有限合伙人相信，基金发出划款通知的可能性不高。基于这样的假设，有限合伙人可能就会将原本应作为承诺资本的资金用于其他投资。尽管循环信贷不会对基金施加杠杆，但这种行为可能会对有限合伙人施加杠杆（即总投资加上承诺资本超过可用资本）。现在假设金融危机导致整体基金投资出现大额亏损，如果有限合伙人作出超额承诺，可能会遭受杠杆产生的亏损，并被迫在金融危机中卖出有价证券，以应付来自封闭式基金对其承诺资本发出的划款通知。那么在更不太现实的极端情况下，有限合伙人是否可能会因此破产，而导致银行经历一波循环信贷的违约事件呢？

如果出现市场崩盘和金融危机，银行撤回循环信贷的可能性更高，而全部有限合伙人成功满足出资要求的可能性就会下降。如果有限合伙人利用循环信贷融资的机会，而承诺超过 100% 所能承受的金额，则更有可能违约划款通知。

如果基金的承诺资本来源多元化，且只有少数有限合伙人违约，那么基金可能还能勉强应对。但如果很多有限合伙人违约，结果会怎样？不难想象，在市场

下滑时期基金会被迫出售资产以偿还循环信贷，又或基金因缺乏其认为本应持有的资本而错失投资良机，这两种结果均可能对基金和有限合伙人带来十分负面的影响。

在使用循环信贷的基金中，各个有限合伙人的责任是相互关联的；例如一个有限合伙人违约承诺资本，需要其他有限合伙人出资更多资本（即违约人的承诺金额）以偿还循环信贷。这是否意味着一些有限合伙人违约将会增加其他有限合伙人违约的可能性呢？在极端情况下，如果大批循环信贷出现违约，这是否会成为对银行造成重大风险的来源？

为了理清使用循环信贷的全面影响，我们必须了解在基金提取承诺资本之前，有限合伙人如何处置未出资资本。不过简而言之，循环信贷似乎正在各种层面增加风险。

以上这些案例假设设想了金融危机、资产崩盘，以及在某些情况下有限合伙人可能采取的较为激进的行为。尽管这些情况都不太可能发生，但不代表完全不可能发生。薄弱环节通常在危机时期才会被暴露出来，原本应该发生的事情却没有发生，而预料之外的后果和关联事件像滚雪球般接踵而至。

正如我在本文开头所说，在认识到循环信贷的优势后，并响应我们众多有限合伙人希望基金使用循环信贷的要求，一些橡树资本基金已经使用循环信贷。我们大多数的有限合伙人都是资深的机构投资者，他们完全有能力理解循环信贷的运作原理及其利弊。然而鉴于上述对循环信贷的担忧，我们已经开始走内部流程编写指引，在缓解循环信贷所带来的潜在风险的同时保留其益处。

无论从个人还是社会角度来看，金融系统安全的关键不在于指望一切事物在市场繁荣时期、或在通常情况下运作顺利。相反我们必须了解在市场表现欠佳时可能会出现什么问题，并采取应对措施，以确保在这些问题真正出现时可以安然度过难关。

随着越来越多的封闭式基金使用循环信贷，有谁彻底地想过这可能带来的所有影响？无论是从个人还是金融系统角度来看，这些影响是否都在可容忍范围之内？我还没有深入地探究这个主题，但我们都应该好好思考一下，这正是我撰写这篇备忘录的缘由。

写于 2017 年 4 月 18 日

2017/07/26 历史再度重演

我自己最满意的一些备忘录，都撰写于牛市行情过热、避险行为消失以及泡沫膨胀的时期。第一个也是最具代表性的一篇可能是《网络科技泡沫》，这篇备忘录发表于 2000 年的首个工作日，对互联网股和电商股提出了诸多质疑。坦白说，在那之前我默默无闻地撰写了十年备忘录，而这一篇让我一夜成名。

另一个例子是 2007 年 2 月的备忘录《逐底竞争》，这篇主要讨论投资者急切追逐回报时，往往会盲目承担风险。这两篇备忘录引发了对当时投资趋势的质疑，而事实很快证明这些趋势本来就是错的。

这两篇仅仅是多年来我撰写的大量警示性备忘录的其中两篇。在上一个周期中，在《逐底竞争》发表的前两年，我已开始发表这些警示性备忘录，包括《历史重演》（本备忘录标题的灵感来源）、《事后反省》、《人人皆知》和《一切形势向好》。当我撰写这些备忘录时，里面所警示的问题在一段时间内看似是错误的。但是随着时间推移，事实证明这些警示都是正确的，只是发表时间太早而已。

从 2011 年《健忘的投资者》开始，包括《前景难测的时代》、《老生常谈》和《逐底竞争正在重演》等备忘录，我都对当前的上升周期发出过警示。这些备忘录发表时机也明显偏早，迄今为止还未被证明是正确的。实际上，如果在危机发生前提早六年或更早就发出警示，也很难说你一直是对的。

看到我写了这么多篇警示性备忘录，你可能会得出这样的结论：我天生悲观，但随着周期的发展，只要时间足够长，最终肯定能证明我是正确的。对此，我完全无法反驳。但我想要回应的是，当市场情绪过于乐观、投资者行为过于激进时，即使我们知道大市可能在一段时间内继续攀升，我们也必须应当警惕；也正因如此，这些警示才会常常显得为时过早。

我认为宁愿因过早保持谨慎而少赚一笔，也胜过等危机开始后为时已晚而满盘皆输。因为一旦下跌开始，将难以控制风险、成功退出和遏制损失了。

我深信目前市场已再度处于过于乐观的状态，出现愿意承担高风险、资助高风险项目和创造高风险市场条件的情况，因此，现在是时候再撰写一篇警示性备忘录了。会不会太早了呢？我希望如此；我们宁愿等到明年或后年再帮助客户赚钱，也不愿见到泡沫破裂所带来的廉价投资机会。大家都想要廉价的投资机会，但没人会想要承受因这些机会而带来价格下跌的损失。由于我们无法得知高风险行为何时会导致市场回调，因此我想在今天发出警告，而不会等到狼来了时才亡

羊补牢。

我目前正在撰写另外一本书，将深入探讨我在《投资最重要的事》一书中所讨论的最重要主题之一：周期，及其成因和应对方法。这本书将在明年面世，但本文将会讨论其中一个最重要的周期性现象，让大家先睹为快。

进入正题之前，我想跟大家表示歉意，因为这篇备忘录内容较长，几乎是平时篇幅的两倍。首先，这次主题的涉及面十分广泛，以至于在我刚开始撰写时也觉得是一项相当棘手的任务。其次，近期的休假为我提供了充足的写作时间。说真的，我其实已经尽量删减了不少篇幅。我认为保留下来的内容都是十分重要的。

当今的投资环境

我不想将本文写成一篇纵论宏观经济、对经济和市场环境进行全面回顾的备忘录，而仅会提及我认为当前环境下最值得关注的四大部分：

1. 长期经济增长、各央行的影响、利率与通胀、政治失调、地缘政治动荡以及科技的长期影响等领域充满不确定因素，这些因素在数量和规模上都达到了非同寻常的程度，而且基本上都无法解决。
2. 在绝大部分资产类别中，预期回报基本达到空前的最低水平。
3. 整体资产价格高昂。几乎不存在价格低于其内在价值的资产，便宜货遍地难寻。总体而言，我们最多只能寻找那些价格高估程度相对低的资产。
4. 冒险行为司空见惯，大部分投资者通过承担更高的风险，以实现他们想要或需要获得的回报。

老生常谈

2013 年 1 月，我撰写了一篇题为《老生常谈》的备忘录。它的要点是：历史很可能重演，因此我的备忘录经常会谈回相同的主题，我认为，之前谈到的主题用在这里也不为过，无须再花力气做重复工作。所以说，老生常谈。

这些主题无疑首当其冲：第一、投资基本面周期性波动；第二、投资者对波动反应过度；第三、投资者行为映射的避险水平要么过高要么不足；因此，第四、市场环境从低迷转至高涨且变幻莫测。在 2005 年 5 月的备忘录《历史重演》中，我就该主题做了以下总结：

由于如今低风险领域缺乏预期回报，而大肆追捧在高风险领域获得高回报，很多投资者正将资本转移至风险更高的投资，或至少是不那么传统的投资。但问题在于，他们在做出这些风险更高的投资时，恰逢这些投资的预期回报处于前所未有的最低水平；而且在承担更高的风险时，所获回报的增长幅度空前的低；另外如今他们所选择的投资，是过去在预期回报高得多的时候放弃或者较少配置的投资。所以现在选择承担更多风险而追求更高回报，很可能恰恰是错误的时机。你需要在别人纷纷逃离、而不是争先恐后选择高风险投资时承担风险。

难道那时和现在有什么区别吗？有必要重写这段话吗？我认为没有必要，《老生常谈》已足够回答这些问题了。因此，我将直接引用 2007 年 2 月发表的备忘录《逐底竞争》的结论：

我们能轻松将当今的金融市场环境归纳为：全球流动性过剩，传统投资利息微薄，明显缺乏对风险的忧虑，且到处充斥着极低的预期回报。因此作为获取潜在较好回报的代价，即使低于过去承诺的回报，投资者仍乐意以提高杠杆、使用未经检验的衍生工具、和接受不牢靠的项目结构来承担巨大风险。当前的周期在其形式上并无异常，不同寻常的只是程度。我认为最终结果几乎是可以确定的，但在目前周期的这个节点上最为得意的是那些乐观主义者。

繁荣背后的推动因素

在撰写这篇备忘录的过程中，我的儿子 Andrew 为我提供了大量帮助。我们尤其喜欢将通常构成牛市、经济繁荣或泡沫基础的各种因素列成一份清单。我们的结论是，以下几项或所有各项都是必要条件。其中少数几项会构成牛市，而所有各项加总在一起则会出现繁荣或泡沫：

1. **良性的投资环境**——优秀的业绩会让投资者变得自满，因为他们习惯于看到自己的正面预期能如愿以偿。过往近期的收益会鼓励他们更激进地追逐未来更多的收益，而不是暗示过往收益可能已经预支了未来的收益。
2. **真假难辨**——关于经济繁荣的故事也并非完全凭空捏造，一般都有一定的事实基础。推动因素往往并不是空穴来风，只是最终被夸大了而已。
3. **早起的鸟儿有虫吃**——“最先行动的聪明人”抢占了先机而尽享收益，这可能会吸引“最后行动的愚人”在为时已晚的时候奋不顾身地加入。
4. **钱太多但好的投资理念不多**——当资本供应过度时，风险规避被抛在脑后，

投资者更易上当受骗，放宽投资标准，而这些都是不可避免的。

5. **情愿自我麻醉**——为追求收益而放弃谨慎行事，将历史抛在脑后。每个人都断定“这次不一样，亏不了的”。故事太过完美总会令人难以置信。
6. **无视价值规律**——我们总是听到“这个资产太棒了，价格又不太高”的言论。但无论价格高低，凭着一时狂热而争相买进绝对是出现泡沫的标志。
7. **狂热追求新事物**——在繁荣时期，守旧者的表现往往最差，而收益则不成比例地流向那些将过去抛在脑后、拥抱未来、接受全新事物的投资者。
8. **良性循环**——没人能看到牛市结束的任何迹象，或者，没人能知道相关资产价格将一路飚升到什么程度。投资者们普遍认为，大树可以长上天：“它只会一直长，风雨无阻。”当然，也就没人能设想出现危机拐点的情形。
9. **担心错失机会**——当以上所有各项大行其道时，市场上弥漫着乐观情绪，想象不到哪里会出点小差错。这会让大部分人断定，最大的潜在失误则是没能及时入市而错失机会。

当然，以上所列的许多方面在今天的市场普遍存在。自 2009 年初以来（距离今天已超过八年），市场表现一直很好，尽管存在少许例外情况，但很快被回调纠正。如今市场上充斥着丰裕资金，已明显超过可供投资的高回报机会。人们乐于接受新鲜事物，其中某些还被视为良性循环的象征。

另一方面，一些正常的因素正在消失。大部分人已经意识到上述的不确定因素，认识到预期回报很低，并明白事情不可能总往好的方向发展。这些都很正常。

不过从第三方面来看，大部分人想不到有哪些因素可能会在短期内制造麻烦。而正是因为人们对可能导致危机的风险一无所知，也不会将其计入估值水平，这才是最大的风险。由于负面因素并不明朗，且现金回报处于极低水平，因此人们更加担心的是投资不足、或承担的风险太少、导致在大市向好时获得的回报太低，而毫不担心蒙受亏损。

受这些因素的综合影响，今天的投资者面临着极具挑战性的环境。现在资产价格已经大幅攀升，避险情绪微弱，投资者大胆进行投资。如果他们更加警惕的话，会提出诸多质疑，而不会轻易做出这些投资。

接下来，本文将主要探讨当今市场正在发生的事情。跟我往常的备忘录一样，这些内容由趣闻轶事组成，既不完整也没有经过科学研究，目的是引起大家的思考。结合以上所列的事项，你可能会发现多多少少在下面的例子中有所体现。

美国股市

美国的经济增长率位列发达国家之首，且短期内不太可能出现下滑，令世界各国称羨。这是好消息。但坏消息是，这种状态推高了对美国股票的需求，令美股价格涨至空前的高度。

- 标普 500 指数按最近 12 个月盈利计算的市盈率为 25 倍，而长期中值为 15 倍。
- 席勒周期性调整市盈率目前接近 30 倍，而历史中值为 16 倍。这个倍数只有在 1929 年和 2000 年才被超越过，而这两个年份明显都出现泡沫、爆发经济危机。
- 虽然目前市盈率公式中的“每股市价”高企，但“每股盈利”可能已被成本削减、股份回购以及并购活动抬高。因此，尽管目前报出的估值高，但事实上相对实际利润可能已被低估。
- “巴菲特指标”是美国股市总市值在 GDP 中的占比。尽管这个标准并不完美，但它不受企业层面会计问题的影响。该标准在上个月创下约 145% 的历史高位，而 1970 年至 1995 年的正常值为 60% 左右，1995 年至 2017 年的中值为 100% 左右。
- 最后，即使是正常的历史估值也并非尽善尽美，因为相比二战后的重建时期，未来几年的经济增长速度可能更慢。

而造成本轮牛市最明显的成因是，美联储保持较低的短期利率，所以相形之下如此高企的股票估值似乎也情有可原。当固定收益工具的收益率较低时，股票的盈利较低似乎也是合理的，因为盈利 / 价格比率低相当于高市盈率。正如巴菲特在二月份时所说，“如果用利率来衡量，股价相对于历史估值还算是便宜的。”

但他又说：“如果利率大幅上升，总会存在股市下跌的风险。”所以问题是：当美联储已开始进行一系列加息的情况下，你还能安心地指望低利率环境会一直持续下去吗？如果低利率的确能再维持多几年，有没有可能出现因经济缺乏活力，而导致盈利增长放缓的情况？

波动率指数 (VIX)

期权合约的价值主要由相关资产的波动性决定。例如“买入期权”的所有者有权（但没有义务）以固定的期权行使价买入，所以他应该希望看到较大的波动性，因为如果价格大幅上涨，他可以按照行使价买入并以更高的新价卖出，从中获得利润。但如果资产价格大幅下跌呢？没关系，因为他没有买入的义务。

因此，相关资产价格的预期波动性是确定期权适当价格的关键因素。例如在其他条件不变的情况下，预期波动性越大，买入期权的买方需要支付的价格越高，因为买方预期会获得收益而非亏损；而买入期权的卖方将会抬高卖出价格，因为卖方预期会放弃上行潜力，但保留下行风险。这可以通过布莱克-舒尔斯模型等期权定价公式反映出来。

这些公式也可以被反向运用。从期权价格出发，可以计算出买方和卖方所预期的波动水平。因此，自 1990 年以来，芝加哥期权交易所已推出芝加哥期权交易所波动率指数（“VIX 指数”），以反映未来 30 天期权投资者预期标普 500 指数期货的波动程度。近年来市场对 VIX 指数越来越重视，并被称为“自满情绪指数”或“投资者担忧情绪指标”。当 VIX 指数较低时，代表投资者预期市场较稳定和平静；当指数较高时，代表投资者预期市场将经受较大的波动性。

实际上，上周 VIX 指数录得 27 年以来的历史最低位，而该低位历史上仅出现过一次。这一次追溯回 1993 年正值美国前总统比尔·克林顿上任的时候。当时天下太平、经济增速快得多、美国财政赤字也比现在小的多。但今非昔比，现在的投资者还能像当时那样高枕无忧吗？

那么，VIX 指数到底有什么意义？最重要的是这项指数并不会预测市场未来波动性，而仅仅反映投资者对于市场未来波动性的预期。因此，它主要是一项反映投资者情绪的指标。在备忘录《专家意见》中，我引用了巴菲特的话，“预测通常让我们更了解预言家本身，而不是未来。”同理，VIX 指数告诉我们更多的是关于投资者目前的情绪，而不是市场未来的波动性。

我们所知道的是，当今投资者对波动性的预期处于低位。与投资中的大多数情况相似，VIX 指数也有多种诠释。正如 7 月 18 日的《商业内幕》报刊所述：

“尽管警惕的投资者可能将低水平的 VIX 指数视为不利情况，意味着投资者的自满情绪极高，很可能受到意外的重磅冲击，但很多投资者只是纯粹将其视为利好条件，是有助于股价持续攀升的副产品。”

我想补充说明最后一点：人们总愿相信自己的推断。所以，当波动幅度已经一直很低时，人们会推断假设未来也会保持低位，并将这种推断计入期权和资产价格中。但推断未来会如何以及未来实际会如何，完全是两码事。

超级股票

牛市的标志通常是出现一组“表现最棒”的股票，而且这组股票背后有着十分吸引人的传奇故事，这是驱动牛市的因素之一。极端地讲，这种现象总能满足第 4 页列出的一部分驱动牛市的因素，包括：

1. 相信良性循环永不中断；
2. 确信各企业的基本面良好，因此其股价并未被高估；以及
3. 投资者不再抱有怀疑态度，并无限放大这些积极观点。

在当前的迭代中，这些属性被应用在少数科技企业身上，典型代表是由脸书、亚马逊、苹果公司、Netflix 及谷歌（现已更名为 Alphabet）组成的超级企业组合（简称“FAANG”）。这些企业在其相应市场代表着优秀的商业模式，占据无可匹敌的领导地位。最重要的是，这些公司已被视为未来之星，将来注定会成为大赢家。

目前来看确是如此，就像当初看好 20 世纪 60 年代的“漂亮 50”股票，七十年代的石油股，80 年代的磁盘驱动器企业股，以及 90 年代末的科技 / 媒体 / 电讯股一样。但在每一种情形中：

- 环境以无法预见的方式发生了变化；
- 全新的商业模式隐藏了它的瑕疵；
- 竞争加剧；
- 纸上谈兵但执行力薄弱；又或
- 事实证明即使是基本面极佳的股票也可能被高估，结果导致巨额亏损。

FAANG 确实都是伟大的企业，它们高速发展并在相应领域的竞争中脱颖而出。不过它们之中的一些企业的盈利能力并不强，而其他企业仍在烧钱阶段。毫无疑问一部分将在未来成为伟大的企业，但它们全都会吗？难道这些企业都将所向披靡、一定会走向成功吗？

一般来说，投资者们为这些股票支付的价格相当于这些企业未来 30 年或更久的加总盈利。很明显，投资者们的确十分看好这些企业的短期增长前景，但长期的盈利持久性如何呢？长期盈利能力才能体现高估值股的大部分价值。

Andrew 指出，苹果手机只有 10 年的历史，而 20 年前互联网并未普及。这让人怀疑，科技股的投资者是否真的能够看清未来？又有多少人心甘情愿为这

些企业长期盈利能力的乐观预期支付高价？当然，这可能只是意味着，对于这些相当年轻的企业而言，他们暂未迎来属于自己的辉煌时刻。

以下内容摘录自其中一家企业 1997 年发表的一份股东函件：

“我们已与许多重要的战略合作伙伴（包括美国在线、雅虎、Excite、网景、地球村、AltaVista、@Home 和 Prodigy）建立了长期合作伙伴关系。”

无论这些“重要的战略合作伙伴”是重要或具有战略性合作意义，如今它们之中还有多少家真正存在？答案是零（除非你认为雅虎满足这一标准，那么答案作为一家）。以上例子摘自亚马逊的 1997 年年报。总之未来是难以预料的，没有任何事物及企业是十全十美的。

领跑牛市的超级股不可避免地会被估价过高。许多情况下，这些企业看似完美但最终要么是海市蜃楼，要么是昙花一现。“漂亮 50”中一些“不可能亏损”的企业最终因其市场的巨变而谢幕，包括柯达、宝丽来、施乐、西尔斯和 Simplicity Pattern。难道如今你还会看到有人亲自缝衣服吗？不仅投资者曾愿意支付的完美表现蒸发了，甚至成功企业的股价也回归至更为正常的估值倍数，导致股票回报低于面值。

极富冲击力的估值膨胀令一小部分股票笑傲牛市，但往往会在随之而来的市场调整中出现逆转，遭受最大亏损的也是这些股票。但当市场充斥乐观情绪，一切进展顺利时，发生这种情况的可能性就很容易被忽视。

最后，从市场的技术面来看，导致出现这种现象的原理通常是，投资者必然会继续大举买入领先股票而水涨船高，使得这些股票的表现高居不下。例如在 20 世纪 90 年代末的科技泡沫中，投资者得出以下结论：

1. 股票的表现相当出色，将持续吸纳资金；
2. 由于科技企业和科技股的表现最为出色，必定会被一大批投资者继续追捧；
3. 科技股的出色表现将导致更多科技股被纳入股票指数；
4. 这需要指数基金和其高度相关的橱柜指数基金，增加科技股的购买量；
5. 为了跟上指数回报，依靠基准的主动型基金管理人将不得不增持科技股以应对市况，因此科技股会一直吸引更多投资者买入，且会一直维持卓越的表现。

你可以称之为良性循环，或像不断运转的永动机。正是它激发了投资者在牛市中对无限美好的想象力。但是认为科技股永远上涨的逻辑肯定站不住脚，而有时候就像 2000 年的情形一样，终将化为泡影。

在投资过程中，许多最重要的考虑因素往往与直觉相悖。其中一点就是要明白，没有哪个市场、细分行业或个别领域能一直领跑。人都有天性，所以即使基本面再出色，人人都认为“表现最佳的”股票最终都会被高估。因此就算基本面保持稳健，这些股价过高的股票也会变得表现的一般。如果最后证实这些股票的表现实际上并非“表现最佳”，或业务开始下滑，再加上基本面转差及估值缩水，麻烦可就大了。

我并不是说 FAANG 并非伟大的企业，或者它们将遭此厄运。而是说，它们如今节节攀升的情形正映射出投资者的这种乐观情绪，这是我们必须要注意的。

被动投资 / ETF 基金

50 年前，在我刚入读芝加哥大学研究生院不久后学到：多亏了市场效率，资产定价中已反映了合理的经风险调整后回报，而且无一例外。换言之，“你无法打败市场。”我们的教授甚至提出这样的观点：每只股票上都买入一点点，可以通过这种低成本、稳赚不赔的投资方式跑赢那些积极选股的投资者。

美国先锋集团的创始人约翰·柏格采纳了上述建议，并已付诸实践。在创办先锋集团一年之前，他于 1975 年推出第一指数投资信托，这是首个达到商业规模的指数基金。这支基金主要仿效标普 500 指数，之后更名为先锋 500 指数基金。

指数化的概念（或被动投资）在接下来的 40 年逐步发展，到 2014 年时规模已达到股票型共同基金资产的 20%。由于在过去十几年中，主动型基金管理人的表现普遍落后，加上交易所交易基金（ETF 基金）的问世令交易更加便捷，由主动投资转向被动投资的趋势已在加速。如今被动投资的规模已扩大至股票型基金资产的 37%，在过去 10 年中有 1.4 万亿美元的资金流入指数共同基金和 ETF 基金，从主动管理型共同基金流出 1.2 万亿美元。

和所有投资方式一样，被动投资因为具有以下优势而受到青睐：

- 在过去十几年中，被动投资组合的表现优于主动投资；

- 被动投资可以保证表现不会低于指数；
- 最后被动投资比主动管理收取的费用和开支远低得多，这无疑是一项永久的优势。

然而，这是否意味着被动投资、指数基金和 ETF 基金稳赚不赔？当然不是：

- 尽管被动投资者能抵御表现欠佳的风险，但也牺牲了可能跑赢大市的机会；
- 近期主动投资者表现欠佳，可能是受到了周期性因素影响，而非一成不变；
- 作为近几年新推出的一种投资产品，ETF 基金所承诺的流动性仍有待大熊市的考验，特别是在像高收益债券这样流动性较差的领域。

还有一些其他问题值得我们思考：

请记住，被动投资的精华在于他们认为主动投资行为已使资产合理定价，而这使廉价投资机会无处可寻。但如果大多数股权投资都变成被动管理，结果会怎样？这样一来，价格将更容易偏离所谓的“合理”范围，从而更容易出现廉价和估价过高的投资机会。这不一定能确保主动型基金管理人取得成功，但无疑为主动型基金管理人提供了通往成功的必要条件。

一家养老基金的首席投资官（也是我的一位客户）告诉我，他的财政科长提议抛弃所有主动型基金管理人，将全部资金投入指数基金和 ETF 基金。我的回应很简单：在这些寡有人问津、无人分析的资产上，他愿意投入多少资金？

正如 Horizon Kinetics 资产管理公司的联合创始人 Steven Bregman 所言，“一揽子机械化投资”就是盲目动用数万亿美元的投资。ETF 基金没有负责基本面分析的分析师，也不会质疑估值，因此对价格发现机制的作用不大。如果更多的资金转向被动投资，不仅主动型基金管理人的分析师数量有可能减少，而且投资者还应该好好想想，到底是谁在制定被动基金投资组合构建的监管规则？

较低的费用和开支让被动投资富有吸引力，同时也意味着其管理人强调规模的重要性。为赚取比指数基金更高的费用并实现盈利规模，ETF 基金的发起人已经转向“更聪明”、但并非完全被动的投资工具。因此，ETF 基金的设立是为了满足或挖掘不同特定领域基金的需求，例如各种股票类别（价值型或增长型）、股票特征（低波动性或高质量）、企业类型或地区。无论投资者想要增长、价值、高质量、低波动性还是动量投资，都能在市场找到相应的被动型 ETF 基金。极端地说，投资者现在可以任意挑选被动型基金，这些基金投向各式各样的企业，有些可能拥有多样性别的高级管理层，有些进行着“符合圣经要求的负责任投

资”，或专注于药用大麻、肥胖症解决方案、服务千禧一代，以及威士忌和烈酒。

但是，当一种投资工具的关注点被限定在如此狭窄的范围时，“被动”意味着什么呢？当这些被动投资工具每一次与大盘指数偏离时都会存在定义性的问题，并涉及非被动、任意的决策。一些股票反映特定的某些因素，而注重投资这类股票的被动基金被称为“聪明的贝塔基金”，但有谁能说，设定相关选股规则的这些人就比如今备受歧视的主动型基金管理人更聪明呢？Bregman 将其称之为“语义投资”，即选股的标准基于标签，而不是量化分析。实际上，至于哪些股票能代表上述诸多特征，并不存在绝对的标准规定。

重要的是让“智慧”产品达到商业规模很可能会严重依赖市值最大、最具流动性的股票。例如，在 ETF 基金中加入苹果公司的股票以扩大基金规模。因此，如今在注重科技、增长、价值、动能、大盘股、高质量、低波动性、股息和杠杆的 ETF 基金中，你都能发现苹果公司的身影。

下面是《巴伦周刊》本月早些时候发表的评论：

“就市值加权指数而言，指数的买方并没有自由选择权，而只能大量买入持有比重已经偏高（且通常价格昂贵）的股票，并忽视那些持有比重已经偏低的股票。这正好与低买高卖的策略背道而驰。”

近期表现居首的股票因其膨胀的市值占据了 ETF 基金的较大仓位，这说明 ETF 基金为吸引资本，不得不买入大量的这类股票，从而进一步推高股价。因此在当前的上升周期，被动投资工具别无选择，就算明知股价已被高估，也不得不买入持有比重已经偏高、高流动性的大盘股。

就像 2000 年，科技股的涨势不可能如永动机般永远奏效。如果资金一旦撤出股市，那么当初已被过量买入的 ETF 基金将被过量卖出。当危机出现，不得不用卖那些估值过高、价格高昂的指数基金和 ETF 基金时，有谁心甘情愿当“接盘侠”呢？这样一来，由被动投资驱动的股价上升有可能最终只是暂时的，而不是永久的。

最后，还需要考虑股市的系统性风险。Bregman 称“整体指数投资是一项巨大的、拥挤的动量交易”。FAANG 以及其他一小部分股票对标普指数上涨的贡献越来越大，可能夸大了股市的真实涨幅。

所有上述因素都让我们质疑被动投资工具，尤其是“聪明贝塔 ETF 基金”，

到底奏效多少。

- 苹果是一只安全股，还是近来表现较好的股票？你是否想过这种差别？
- 投资各式各样的被动工具的投资者，是否有可能实现他们期望的多样性、流动性和安全性？
- 我们应该思考一下，投资者是否愿意把资金交给这样一个投资流程：无论是个别持仓还是投资组合构建，都并未经过详尽分析和审慎决策，而且无论价格多高都会盲目买入？

信贷

与股票不同，我们能事先决定企业债务工具的预期回报，因此它们是发现牛市行为的最佳风向标。正如我在《逐底竞争》一文中所述，在过度拥挤的市场中，信贷提供者会争相提供回报低、结构松散且安全边际极少的贷款和投资。

不管基本面风险处于什么水平，所获得的相应回报有时候明显不足，而有时候又过多。这虽然是过于简化的说法，但有时候我认为，我们几乎可以完全根据市场风险水平以及投资者承受风险的意愿之间的关系作出战略决策。

如何把握这两者关系的平衡将对我们帮助很大，这一点我会在新书中有更多诠释。我想特别指出，在撰写《逐底竞争》时，我受到《金融时报》一篇文章的启发，那篇文章讨论英国银行是否愿意通过不断增加基于年收入的放贷倍数，以提升房贷业务的竞争力。讽刺的是本月早些时候，我在另一份伦敦报纸《每日邮报》上读到以下内容：

“尽管 2007 年的次贷危机仍历历在目，去年汽车融资公司仍将 55 亿英镑高风险贷款债务打包售予投资者，规模是前年的两倍。”

投资者如此迫切地为低质量贷款提供融资，一直都是信贷市场存在泡沫、过度融资，无视风险的迹象。在 2008 年底金融危机最严重的时候，高收益债券和杠杆贷款比国债的收益高出近 2,000 个基点，也就是说只要早前买入并一直持有就不可能出现亏损。其后随着投资者找回平衡并买入，价格开始攀升，收益率息差收窄。现在的息差为几百个基点，仅是历史水平的平均值。这些证券的净收益率仍很有可能高于国债的净收益率，但是任何资本升值都必须依赖息差进一步收窄，而这点诚然是不可靠的。

当今的信贷投资者显然不再小心翼翼，而更担心无法获得过高的收益率及其息差而白白错失良机。目前这些投资最多只是相对定价合理，但绝对意义上讲已是完全定价，像任何其他投资一样提供低回报。

我将举例说明投资者对低评级信贷工具投资的接受程度。5月初，Netflix发行13亿欧元的欧元债券，创该公司债券发行的成本新低。利率为3.625%，几乎不存在契约条款，评级仅为B级。Netflix按公认会计原则计算的每季度盈利约为2亿美元，但据《格兰特利率观察》报告，截至3月31日止的财年，Netflix已经用掉了18亿美元的自由现金流。这家企业的高速发展固然让投资者感到兴奋，但正如《格兰特利率观察》提醒读者所言，债券持有人不能参与收益，只会蒙受亏损。由于这种不对称的关系，任何债券发行中都应注重发行人的稳健度以及是否能获得已承诺的回报，而不只看发行人光鲜亮丽的外表。

投资者将钱借给以如此惊人速度烧钱的企业是否是谨慎之举？亚马逊或者谷歌是否会抢走一些Netflix的客户群？买入行业风云莫测的科技企业债券是否明智？狂热地乐观情绪已把该企业的股权价值推至高达700亿美元；但如果某天对于竞争加剧的担忧情绪使股价大幅下跌，债券价格又将何去何从？投资者是否应该承受这些风险而仅赚取每年不足4%的收益？橡树资本的观点是，这不是一个稳健的债务投资；这是一个与股票挂钩的单纯数字内容投资，完全缺乏上涨潜力，因此并不适合我们。然而这种项目能够轻而易举地做成，这本身也向投资者传达出当今市场氛围的一些信息。

最后让我们讨论一下，投资者的风险容忍和无所忧虑行为在今天的信贷市场是个别的还是普遍的现象。以下是《彭博牛虻新语》的Lisa Abramowicz在7月14日发表文章的一些引述：

“在过去8年，对许多固定收益投资者来说，垃圾级的企业债券已经从边缘资产转变为常见资产。由于这些高风险债券和贷款越来越受欢迎，它们逐渐失去了其魅力的源泉——契约条款。这些条款为投资者提供保护，以确保一旦企业遭遇破产，投资者仍可以收回本金。

穆迪投资者服务公司于本周报道，在上个月已出售的269亿美元的垃圾债券中，投资者保护条款较弱的项目占比创下新高。穆迪表示在已出售的高风险美国企业债券中，约60%几乎没有任何保护条款。杠杆贷款市场近三年的创纪录发行大量贷款，但近四分之三都是条款宽松的“低门槛”债务……

投资者对企业债券似乎无休无止的上涨感到无比自信，以至于许多人忽视了大量高风险企业存在破产的可能性。毕竟只有在出现问题时，

这些契约条款才会派上用场。”

这是一个标准的周期：在良性市场的环境，审慎投资带来理想的表现；导致投资者自信心膨胀，开始变得掉以轻心；进而导致在大市逆转时表现得差强人意。我在 2008 年的备忘录《逐底竞争》中有讲到这一点。

新兴市场债券

新兴市场是投资者观点改变较多且较为明显的另一个市场。众所周知，新兴市场比发达市场拥有更大的增长潜力，而至于能否实现这种潜能，以及为其要付出多少代价，投资者对这点的态度随着时间在不断改变。

我在 2013 年 8 月的备忘录《信心的作用》中曾描述过这一现象。当投资者信心高涨时，新兴市场被视为像是增长速度更快的发达市场，所以将新兴市场证券以同发达市场一样的收益率和市盈率出售都是合理的。但当投资者信心不足时，发达市场中并不存在的风险变得显而易见，比如政变、制度化腐败、大幅度贬值和拒付债务等，因此会使估值大打折扣。那么企业信贷方面又是什么情况？投资者是否能适度感受到风险的存在、承受合理的折价，或是直接忽视风险，大胆地投资？这个问题值得我们深思。

为了回答这个问题，我想谈一下阿根廷在 6 月中旬发行的 27.5 亿美元的 100 年期债券。这个百年债券的利率为 8%。

“你可能认为市场对这个百年债券难以接受。毕竟在阿根廷过去 200 年的历史中已发生八次债务违约，仅在过去 100 年就发生不下五次债务违约，最近一次是在 2014 年陷入与 Elliott 对冲基金的法律纠纷。

但投资者似乎不在乎这些：申购金额达高 97.5 亿美元。这个月的债券市场不只发生阿根廷这一个特殊事件。比如最近几周，象牙海岸这个西非国家再次发生军事叛乱。但是上个月该国售出收益率为 6.25% 的 16 年期债券，同样也获得了大量超额认购。市场对塞内加尔和埃及等国的债务需求似乎也很旺盛。”

摘自 6 月 27 日发表于《金融时报》

作为总结，我不禁想引用一家银行经纪商或投资银行的一位研究与策略部主

管的话（出于礼貌在此不便透露身份）：

她表示：“令人震惊的是，这些国家不仅没受到违约影响，还发行了百年债券。”尽管如此，她照样建议她的客户买入，至少可以作为短期交易。

更直接地说，阿根廷能够发行这种债券，这件事本身就难以置信，但短期来看竟也是不错的投资。这就是目前的现状：“问题可能会出现，但也许不会来得这么早。”我更赞同沃伦·巴菲特的观点：“如果你不打算持有一只股票十年，那么连持有十分钟的想法都不要有。”

新兴市场债券的收益率低于美国高收益债券，这在历史上只是第三次出现。像阿根廷这样一个在过去 100 年违约五次、过去五年违约一次的国家，有可能在未来 100 年内不再违约吗？

其实所有投资最根本的实质非常简单：风险溢价是否至少适当？对此我不确定我们能对当今的新兴市场债券作出肯定的回答。

私募股权投资

在当今的低回报环境下，很明显国债 1-2% 的收益率、高评级债券 3-4% 的收益率或主流股票 56% 的预期回报率不大可能满足机构投资者每年 7-8% 回报的要求。讽刺的是，甚至从象牙海岸债券都无法获得这样的回报！那回报到底从何而来？

对橡树资本来说，“另类投资”里很可能隐藏着我们需要答案，这是个好消息。30 年前，当我和我的合伙人开始投资时，这一投资类别还没有一个统一的叫法。由于基本上没有公开的“贝塔”市场能够提供机构投资者所需的回报，因此许多投资者开始转向所谓的“阿尔法策略”，希望通过优秀的主动管理获得市场回报的上行潜力，带来理想收益。

但在过去十多年中，对冲基金作为最大的另类投资之一，因平均回报表现疲弱而一直受到质疑。而其他一些另类投资（如风险投资），难以获得且规模太小，无法消化太多资本。因此投资者主要关注房地产、困境债务，尤其还有私募股权投资。

私募基金的历史记录曾经实现双位数的优异回报，甚至在金融危机之前 2005 至 2007 年伊始的基金目前都产生了可观的收益。因此私募股权正以前所未有的速度吸引着资本：

“近年来，或是有史以来，私募股权迎来了最好的融资环境。根据 Preqin 研究公司并购专栏的数据，今年上半年有 224 个专注北美投资的基金完成募资，募集总额达 1,330 亿美元，而在全球范围内有 412 个私募基金完成募资，共募集 2,214 亿美元，略超 2008 年时 2,208 亿美元的纪录水平。”

在过去几年，私募基金已经募集了数千亿美元的资本，甚至在最近出现大量巨型基金之前，私募基金已坐拥数千亿的可供投资现金。重要的是，由于大多数私募基金管理人参与杠杆收购，因此这些资金包括他们所运用杠杆而产生的总资本规模。因此今年私募基金的投资购买力有可能增加超过一万亿美元。然而当廉价资产寥寥无几时，这些资金将要投资到哪里呢？私人企业的卖方也倾向于根据低回报环境下现金流的价值来确定他们的要价。

我并不是说私募股权投资不是一个解决方案，或甚至不是最好的解决方案，但我要强调的是私募基金创纪录的募资水平，已从另一个侧面说明投资者对未来信心十足。

软银视野基金

或许最能体现市场对基金管理人充满信心的例子，当属软银近期为其专注于科技投资的视野基金成功募资高达 930 亿美元——估计很快就会达到 1,000 亿美元。软银是一家日本电信企业，18 年以来在芯片制造商、打车服务和电信等投资领域获得年化回报率 44% 的傲人成绩。但我认为该基金还存在一些问题：

首先，软银的成功投资记录主要依赖于一笔非同寻常的投资项目。2000 年，软银向阿里巴巴伸出橄榄枝投资 2,000 万美元，如今这笔投资的市值已涨至超过 500 亿美元。这是投资有道，还是仅凭运气？这很难推断。

第二，规模是关键。在 20 世纪 90 年代中期，风险投资行业一度涌入数十亿美元的资金，10-20 亿美元的基金取得了巨大的成功，但在 1999 年 / 2000 年间陷入困顿。即使视野基金并非专注投资初创企业，但能否明智地将 1,000 亿美元投入科技行业，仍是一个问号。

第三，软银从未为第三方管理过资金，突然横空出世了一支有史以来最大的基金。他们过往在其他领域上的经验是否能成功转移运用到新的基金上？综上所述，我认为这支基金展示了投资者们高度的投资热情，且无所顾忌。

第四，或许对我来说更重要的是这支基金的结构，下面我将细谈一下。外部投资者在基金中每投入 38 美分的股权投资，就需要投入 62 美分的优先股权。但另一方面，软银自身投入 280 亿美元的股权，却没有投入任何优先股权。

- 这意味着当基金规模达到 1,000 亿美元时，软银虽仅投资 28% 的资本，却拥有 50% 的股权。加上管理费用和绩效分红，这 28% 的资本可令软银获得 60-70% 的收益。
- 再者，即使是勇于承担风险的私募基金行业，传统上也一直避免接手科技企业不断高企的债务（尽管最近门槛也开始放宽了），而软银毫不犹豫地在其科技投资上运用杠杆。
- 投资者在优先股部分将获得 7% 的年化票息。以如此适中的利率向科技基金借贷，这显然是有限合伙人为能投入基金股权部分而付出的代价。我都可以想象他们在推广基金时所用的说辞，比如有限合伙人是如何幸运，才能有机会为自身的投资加杠杆。但这点很难说服我。
- 最后，正如《金融时报》于 6 月 11 日的文章写道：

“尽管优先股权的持有者将最终收回其本金外加每年 7% 的收益率，但在他们投资的股权部分，却只能收到股权回报。

基金的所有外部投资者会持有 62% 的优先股以及剩余部分的股权，从而帮助减少下行风险，同时仍获得良好回报。

表面上听起来是还不错。不过投资者将资本转向优先股到底能为他们降低多少下行风险呢？《金融时报》描述道，优先股的投资者“最终将会收回他们的本金”。而这真的是“将会”，还是“有可能”或“希望能”收回本金？在 1 亿美元的基金投资中，只有 3,800 万美元股权承受风险，还是也包括优先股部分？我认为优先股并不像《金融时报》描述的那样坚不可摧。它们更像是 Netflix 债券：承受科技相关的下行风险，却享受不到上行回报。设想一下有人给有限合伙人仅 7% 的利率，却用杠杆将其在基金的股权放大 1.6 倍，他难道不会于心无愧吗？”

投资者愿意投资于规模惊人、结构存疑、进行科技杠杆投资的基金，进一步体现出市场的过度狂热与盲目。

数字货币

说到创新投资，不禁让我想起比特币、以太币和其他数字货币。我认为数字货币的兴起受到下列两点的综合影响：第一，金融危机之后人们日益关注金融安全问题，包括国家货币的价值；第二，千禧一代乐于接受一切虚拟的事物。问题是这些货币并不真切存在。

一些企业接受用比特币支付。一些人希望拥有以太币，因为它可以用作在以太坊网络购买计算能力。一些人希望通过炒作数字货币获利。另一些人因为不想错失机会，想在热潮中也捞一笔。但我再重申一遍：这些货币并不真切存在！

有人告诉我这些货币很可靠，因为第一它们能够防止黑客攻击和伪造，第二用于生产这些货币的软件严格限制货币生产数量。但这些货币并不真切存在!!!!至今还没有人能向我解释明白，让我搞懂这些货币。以下是摘录自 6 月 19 日《纽约时报》对以太币的几段报道：

“以太坊的突然崛起凸显出虚拟货币世界的波动性如此之大，令人目眩神迷。在这个疯狂的世界，几条代码就可以在短短几个月内变现数十亿美元。

以太坊是由一名 21 岁的大学辍学者维塔利·布特林在 2015 年中推出，他受到比特币的启发，基于与比特币部分相同的基本特性开发了这款软件。两者皆由全球各方志愿者通过计算机进行托管和维护，而参与者通过每日获取网络上发布的新数字代币作为回报。

因为虚拟货币由计算机网络追踪和维护，没有任何政府或企业负责管控。比特币和以太币的价格取决于私下非公开的交易，人们可以按时市价出售代币。以太坊上的很多新货币申请也使用以太币募资，即首次代币发售，这类似于金融市场中的首次公开发行。

这么操作的初创企业通常从投资者处获得以太币，以其专用的虚拟货币作为交换，然后将以太币兑换为美元，用于企业的运营开支。

这些代币发售在最近几个月激增，创造了大量以太币需求。就在上一周，投资者向一家初创企业 Bancor 投入了价值 1.5 亿美元的以太币，该公司致力于简化虚拟货币的推出。”

归根结底：你可以使用虚构货币以太币购买其他新的虚构货币，或投资创造

其他新货币的新公司。我在备忘录《科网泡沫》中重点提出电子商务一些不合理的方面，也提到了我父亲对于如何赚钱的一些老笑话。下面是另一个笑话，对数字货币兴起之势十分应景：

两个人在街上碰到了。乔伊告诉鲍勃他想卖一只非常聪明的纯种仓鼠。鲍勃说他想为孩子买一只仓鼠：“仓鼠多少钱？”乔伊回答，“五十万”，鲍勃说他疯了。

第二天他们又碰到了。“你的仓鼠卖掉了吗？”鲍勃问道。“已经卖了。”乔伊说。“卖了 500,000 美元？”鲍勃问道。“当然。”乔伊说。“现金？”“不是，”乔伊回答，“我换了两只 250,000 美元一只的金丝雀。”

我很欣赏美国经济学家约翰·加尔布雷斯有关市场缺陷的一句话：在市场狂欢的时候，“人们通常将历史抛在脑后，或者干脆直接摒弃，或被当做一间原始避难所，将当今伟大奇迹拒之门外。”

也许我落伍了，对科技的感知过于迟钝而欣赏不了数字货币的伟大之处。但我坚持认为，这些数字货币能够获得认可，只是再一次证明当今市场上投资者天真幼稚、盲目承担风险和凭主观臆测行事。

在我看来，数字货币狂热只是毫无根基的跟风、或是一场金字塔骗局。这些货币本身几乎没有任何价值，人们愿意付多少它就值多少。不过这样的情况也不是第一次发生，同样的说法也能用在 1637 年顶峰造极的郁金香狂热，1720 年爆发的南海泡沫事件，以及 1999-2000 年间的互联网泡沫。

因为资产价格相对其内在价值更有吸引力而买入，这是严谨的投资方式。而投机则截然相反，人们不考虑内在价值或价格合理性，单纯因为他们认为未来别人会以更高价买入。

其实基于买卖双方的协议接受用比特币为某样东西付款，也并非不可理喻，毕竟物物交换一直存在。但是这能让它成为一种“货币”吗？

自年初以来，比特币的价格已上涨逾一倍。单凭能作为交换这点，比特币就能被视作“交换媒介”或者“价值储存工具”，这难道不是一轮投机狂热吗？也许不。不过比起以太币，比特币只是小巫见大巫，以太币今年至今已升值 4,500%。目前流通中的以太币价值已达到全球所有比特币的 82%，而年初这个比例仅仅只有 5%。

《纽约时报》描述到，流通中比特币和以太币的价值合计已超过 Paypal，甚至接近高盛。那么，你宁愿持有这两种数字货币还是 Paypal 或高盛？换言之，这些货币的价值是真实的吗？只要市场狂欢继续，这些货币可能继续表现出色，但狂欢停止时，其价值就危如累卵。如果一旦爆发金融危机，人们更愿意手持美元或黄金时，比特币的价格和流动性将何去何从？

我们同意，但是.....

Andrew 跟我谈到了他最近与一些基金管理人的谈话，其中也谈及我在本文中提到的很多内容。基于当今的行情，他们不出所料的回应：“我们同意，但.....”

如今，这句话我们听得太多：

- 我们同意，但我们目前的投资比他人所获回报更高。
- 我们同意，但目前现金的回报几乎为零，我们没有办法持有现金。
- 我们同意，但我们不能承担不入场的风险。
- 我们同意，但现在别无选择。

投资者应当对其进行的投资评估绝对回报、绝对风险及经风险调整后的绝对回报之后，再选择自己对待风险的立场。但众所周知，今非昔比，如今绝对回报和安全性已不再是投资者的掌上明珠。

我在上文强调的很多资产都提供比国债和高评级债券更出色的回报和风险溢价。但要注意，低利率可能或普遍预计是暂时的，而且以绝对基准衡量回报可能更为明智。实际上，尽管很多资产当前的价格和潜在回报相对其他资产还算合理，但相对回报是不可靠的。

然而如今人人都靠相对基准来投资，他们看不到其他选择。这让我想起花旗集团前首席执行官查克·普林斯的一席话，他在 2008 年金融危机前几个月对银行杠杆贷款业务发表的评论而名声大噪，他说，“当名为流动性的乐声戛然而止，事情就麻烦了。但只要乐声不断，你就得继续翩翩起舞。我们现在仍在跳舞。”我认为大多数投资者就像普林斯一样，都知道好日子终会到头，但就目前而言，他们也只能硬着头皮继续跳下去，其他别无选择。

我们现在经常听到的另一个说法是：

- 我们同意，好日子终会到头；我们也同意，目前的周期已被延长，估值高企且不确定因素居多，但我们没有发现可能很快终结牛市的迹象。

换言之，投资者需要审慎行事，但现在还不是时候。就此而言，Andrew 让我想起西方哲学胜任圣奥古斯丁曾说过：“请赐予我贞洁和自制吧，但不是现在！”现在安全资产的回报水平极低，这已经有充分的理由需要我们保持警惕、审慎行事。

观察和启示

正如我所言，考虑到现在全球经济和金融界所发生的情况，上述大部分现象似乎合情合理。但退后一步，纵观全局，我们发现了什么？

1. 一些股票估值处于历史最高水平。
2. 投资者恐慌指数（VIX 指数）处于历史低位。
3. 出现一批大家相信永不下跌的股票。
4. 超过万亿美元涌入价值未知的投资。
5. 低评级债券和贷款的收益率处于历史最低水平。
6. 新兴市场债券的收益率仍然较低。
7. 私募基金的募资创历史新高。
8. 有史以来募资最大规模的基金专注杠杆科技投资。
9. 数十亿数字货币的价值疯狂暴涨。

我绝不是在说股价过高，FAANG 超级科技股将后继乏力，信贷投资充满风险，数字货币最后肯定一文不值，或投向私募基金的资本得不到任何回报。我只是想说，当上面所列的所有情况同时深受市场青睐而吸引大量资金时，意味着投资者已不再谨慎，避险情绪很低。不是说这些将注定是失败的投资，只是它们的回报或许未能充分反映其相应风险。而且更为重要的是，这些情况显示出当今市场的狂热，虽然还未形成荒谬的泡沫，但热度已经过高，所以风险高。

让我们试着设想一下，哪些情况会触发市场危机：比如，通货膨胀意外上涨，增长大幅放缓，各国央行失去控制，或大型科技股惨跌。好消息是，这些事似乎都不太可能发生。但坏消息是，正因如此，导致投资者忽视了这些事发生的可能性，一旦任何一种情况真的发生了，市场将蒙受极大损失。这意味着，目前市场对风险承受能力很高，甚至忽视了风险的存在，而且大多数投资者乐于承担风险。然而，越是在这样的市场环境中，我们越应谨慎行事。

其他方面：

- 我的观察仅作参考，并非预测。我所描述情况的通常结果应当会发生，比如避险情绪终将上升，但并不是一定会发生。
- 当然，也不一定会很快发生。没人能说得准市场时机。某些特定结果只是隐患，但是即使将会发生，我们也无法知道确切的时间。我们就好像处于比赛的第八局，但不知道比赛会到什么时候结束。
- 我从不认为自己对市场的观察是确定无疑的。正如你在我的新书中所见，我坚信我们目前在周期中所处的阶段在很多方面反映了市场可能的趋势，但我不会百分之百确信自己对此主题的意见。
- 正如第一页所写，作为一个天生的悲观主义者，我往往会提前预警，这里不再多言。
- 最后，尽管我的观察存在不确定性，应作为参考；但我能够确定的是，现在市场过热估值过高，本次周期中的容易钱已经被赚完了。

需要采取的行动

对我来说，第 2 及第 3 页所列当前环境的四个成分——不确定性高、潜在回报低、价格高昂及积极承险的行为是毋庸置疑的。问题是你是否同意？如果同意，我相信你会承认这些成分的加总十分令人担忧。正常情况下，如果不确定性高，资产价格通常会更低，投资者可以获得较高的回报补偿。但当今的状况并非如此。因此，我们身处于一个低回报、高风险的世界中。在此也无须多言。

因此在这种时候，不做投资、或至少避免承担风险似乎更有吸引力。然而对于养老基金、保险公司、捐赠基金及主权财富基金等以投资为主业的组织而言，通常没有不做投资的选项。在目前现金回报率极低的情况下，更是如此。

此外上述持有现金的理由其实也适用于多年前，但如果从多年前至今只是持有现金，投资者会损失重大。橡树资本的投资理念通常告诫我们避免大幅增持和减持现金。尽管我们在极端情况下可能破例，但如今看来并不是时候。橡树资本将继续遵循 2012 年的指导箴言：“谨慎前行”，而且考虑到今天的市况，我们甚至比过去更加谨慎。如果要在这样的時候投资，必须秉持绝对的投资专业精神：了解如何明智地承担风险，寻求回报，同时时刻关注潜在的不利后果。

当前的环境让我想起了 40 多年前席德·科特尔的一席话，他是最新版格雷厄姆和多德著作《证券分析》的编辑，他说：“投资是进行相对选择的纪律。”我对此的理解是：我们没有其他选择，只能通过分析相对优劣从现有选项中精选

投资。

我于 2005 年 5 月写完《历史重演》，是上一次周期登峰之前发表的一系列警示性备忘录的开端。那是我第一次明确提出如何在低回报环境下投资的问题，一如既往为时过早。我列出了几种可能性，虽然没有哪种可能性确实发生了，但我确信：

.....面对潜在回报及风险溢价微薄的投资环境，投资者的确寸步难行。但我强烈认为需要避免一个典型的错误：盲目追逐回报。

之后发生的 2007-2008 年金融危机，证明这一观察是谨慎且恰当的。鉴于当前市况与上一周期的相似性，这句话也很适用。

伯克希尔-哈撒韦公司 2010 年致股东信的一句话说得十分贴切：

我们同意投资撰稿人雷·迪福的观察，“在追逐收益过程中损失的钱比遭到抢劫的还多。”

或者，正如投资家彼得·伯恩斯坦所言，“市场不是温顺的机器，你需要的高回报不是说给就给的。”

制定投资策略中，关键的战略决定是在特定时间中采取进取还是防御型投资。换言之，蒙受损失或错失机会，如今我们更应该担忧哪种情况？答案一直取决于投资环境。

- 毫无疑问，在全球金融危机爆发之前，市场攀升至顶峰的动力来源是投资者在 2004-2007 年间低回报环境下乐于承担风险的态度。换言之对风险过度容忍而不够谨慎行事，这是投资者在市场从高峰跌到低谷时蒙受巨额亏损的根本原因。
- 同样毫无疑问，在 2008 年底和 2009 年初的低谷期间，绝大多数投资者说“我不管会不会在市场上赚到钱；反正我是不想再亏钱了。我要离场！”他们对风险过度规避，这为敢于抄低吸金的投资者在复苏期间创造了获得巨额回报的机会。

那么，我们当前的市况如何？正如我之前提到的，目前风险高且潜在回报低，而由于安全投资的潜在回报低，投资者仍然愿意承担更多风险，即使高风险投资

的回报也不高。

我认为在当今的环境下，进取投资的唯一理由是防御型投资带来低潜在回报。但问题是通过进取投资追逐高预期回报就一定奏效吗？如果回答是否定的（我认为是否定的），那么现在正是谨慎行事的时候。

当然这并不意味着你必须满足于低回报的投资组合。如果你想要收获高于贝塔市场的回报，并承受较低的风险，那么投向更高风险的资产类别是合理的。但对于每个资产类别，都有高风险和低风险两种投资方式。当市场理性时，低风险投资的潜在回报往往看起来低于高风险投资。但在艰难时期，前者产生损失的可能性比后者低。因此我认为，低风险投资是适合当今市场环境的投资方式。

也许马克·吐温的名言是对投资周期最好的诠释：“历史不会重复，却惊人地相似。”每个投资周期的持续期、发展步伐、幅度和细节都有所不同，但基本主题和主要组成部分通常是差不多的。我把马克·吐温所说的历史相似之处称为“共同主线”。

本文第 4 页列出的主题或主线是过热牛市的共同特征。尽管在周期顶峰、出现牛市或繁荣时期，这些主题或主线未必都会出现，但通常上述的大部分主题或主线都会出现；而且，没有这些主题或主线，很难会促成经济泡沫。它们无疑是导致市场过热的原材料。

另一方面，避免典型错误的关键点也会重现，我在《历史重演》备忘录中列出：

- 意识到历史会重复；
- 相信周期，而非不断上涨或下跌的单向趋势；
- 世上没有免费的午餐，以及；
- 坚持低价买入，缓冲犯错隐患。

这是防御型投资的金科玉律。当市场趋势极端不理性、价格从公平变得过高，坚持这些原则一定会让你错过牛市中捞大钱的机会。但这些都是长线投资的生存之道。我认为这是投资致胜的先决条件。

鉴定市场是否明智和安全其实很简单，下面的问题会告诉你答案：

1. 潜在回报是否足够？

2. 投资者是否适当规避风险?
3. 投资者是否抱有疑虑, 秉持投资原则?
4. 投资者是否要求足够的风险溢价?
5. 估值相对历史标准是否处于合理水平?
6. 投资项目结构对投资者是否公平?
7. 投资者是否拒绝任何新的投资项目?
8. 投资者对未来是否自信心爆棚?

基本的投资主张很简单: 要想赚最多、最安全的钱, 投资者应当在别人都胆怯的时候敢于入市。然而, 当投资者无所顾忌而十分乐意追逐高风险投资时, 或者有所顾忌、但因其他低风险投资回报不高而仍执意进行投资时, 资产价格将被推高, 风险溢价会很低, 市场将存在高风险。这就是资金过多, 避险情绪过低的情况。

最后, 我想以“老生常谈”作为总结, 摘自正好十年前写的备忘录《逐底竞争》:

如果你拒绝参与到当今这一恣意妄为的市场中, 你可能在回报方面暂时落后, 而且看起来很落伍。但如果这意味着当别人最终丧失理智 (和资本) 时你却能够保持住, 付出这样的代价就并不高昂。从我个人的经验来看, 市场狂欢过后往往会出现回调, 损失最终也将相伴而来。可能目前还不会发生这种情况, 但我认为存在这种风险。同时, 橡树资本及其员工将继续坚守过去 30 年里为我们保驾护航的各项准则。

写于 2017 年 7 月 26 日

2018/01/23 近期思绪

去年 9 月以后我一直忙于在国外拜访客户，加上要集中精力撰写我的关于周期的新书，最终稿刚刚在几天前提交。因此一直没有时间写备忘录，不过值得庆幸的是我的思绪从未间断。

通过这段时间的思考我想谈谈两个重要主题：市场环境和美国新税法，而且我也不想中断发表备忘录，因为一旦几个月不写，就会有人来问我“是不是身体不舒服”。

再谈市场

正如我在去年 9 月发表的备忘录《历史再度重演》中所写，一些读过 7 月发表的备忘录《历史再度重演》的读者，认为我对市场的态度极为悲观。而电视评论员将此概括报道为“霍华德·马克斯说现在是时候退出了”。

正如我在 9 月发表的备忘录中所说，有两件事我永远不会说：“退出吧”和“现在正是时候”，因为这种判断绝不仅仅是个人认为可能实现的情况，而需要提供确凿的证据。

然而市场的钟摆很少会极端地摆动，而使我们产生泾渭分明、非黑即白的看法。大多数市场都错综复杂、存在太多不确定性，因此我们无法发表这种言之凿凿的泛泛而谈。

去年 9 月时，我发现 7 月的备忘录虽然告诫投资者应保持谨慎，却并没有实际建议投资者应如何应对市场，所以我在 9 月发表的备忘录中尝试作出了一些补充。这一次我想就当今市场的情况进行更完整的讨论，探讨利弊两方面。

利好因素—尽管在前两份备忘录中，我主要谈到投资者要保持谨慎的原因，在此我想明确地指出，我确实也承认当今市场也存在利好因素。大多数利好因素与基本面相关，主要是宏观经济前景比较稳健，因此每股盈利有上升潜力。

- 自 2009 年开始美国经济不断复苏，迄今为止已达 103 个月，堪称历史最长的复苏周期之一。全球其他经济体也不甘落后，纷纷把握这难得一见的全球增长契机。在这种情况下大多数经济体的增长势头不减反增，而且在短时间内似乎会持续下去。

- 由于这次经济复苏并没有出现过度涨幅，因此即使出现经济衰退也不会过于惨烈。总之，经济没有急速增长，也就不会突然崩溃。
- 奥巴马执政期间经济复苏乏力的其中一个原因是资本投资水平低（但在复苏期间往往较高）。我认为这是由于美国企业担心奥巴马总统似乎不太重视商业发展，却有意加强监管所致。没有人愿意在对商业发展不友好的市场环境中进行长期投资。相比之下特朗普总统很明显是一位致力于支持商业发展的总统，并提倡放松监管。这种变化使得企业高管开始变得更加乐观、自信、也更有“斗志”，大大激发了企业自我强化的潜能。举例说，单在 2017 年首三个季度，资本开支的年化增长率达到 6.2%。
- 最近的税法通过降低美国纳税企业的税率，让企业拥有更多资金，这会使美国企业将原来在海外持有的大量海外利润汇回美国。整体而言，这将对企业利润、现金流以及潜在资本投资产生积极正面的影响。请见下文进一步的讨论。
- 失业率降至 4.1%，几乎是 60 年来的最低水平，这意味着我们正在接近“充分就业”状态，即使成年人占总劳动力的比例异常低。就业势头如此强劲，我们似乎有理由相信短期内 GDP 增长将转化为工资增长，从而进一步刺激经济需求面的增长。
- 在当前低利率的环境下，尽管预期回报低，但仍被认为是合理的。
- 全球通胀水平偏低，意味着央行不必急于透过加息来抑制通胀，同时也没有明显的证据表明会出现恶性通货膨胀。因此尽管近期有可能加息，但预期加息步伐会循序渐进，且幅度十分有限。
- 除在资本方面外，尽管最近投资者越来越不谨慎，但投资者心理不能被形容为过分乐观或十分草率。过去我们经常说市场一直在“攀爬忧虑之墙”，这种说法是用来形容市场稳健上涨，但上涨原因并非因为投资者十分乐观而忽视风险，而是因为投资者故意置之不理一连串的不利因素。
- 有很多因素能拖累市场下跌，如经济衰退、通胀急剧升温、利率大幅上调、央行的关键决策失误、美国政府停摆以及战争，但我们很难说哪个因素比其他因素更能引起市场下跌。

利空因素——与上述利好因素相反，大多数利空因素都围绕着两个主题：第一，正面基本面因素有可能恶化；或者第二，为宏观利好因素付出高昂的代价，以及推升这些价格的投资者行为。

- 尽管前景并非十分暗淡，但是很多主题确实存在大量不确定性，令投资者担忧：经济增长可能长期放缓、利率和通胀可能上升、刺激性货币政策转变带来的影响、美联储成为证券净卖方、自动化水平提高对就业前景的影响、全球对中国经济增长的依赖以及政治和地缘政治的极端风险。随着市场上扬，关于这些主题的讨论似乎已经销声匿迹。

- 我们知道利率可能会上升，为大多数资产类别带来竞争，并可能降低资产价格。我们只是不知道利率上升的程度会有多大。
- 宏观经济环境中的一些特征可以说是“历时长久”或者“不寻常上行”。例如目前的复苏是有史以来最长的一次；GDP 增长率达近十年来的最高水平；利润率远高于平均水平。这样的迹象还可能持续，甚至变得更好，但可能性不大。这让人感觉在未来 18 个月内不会出现经济衰退，若果真如此这次经济复苏期将是 1850 年以来最长的一次。当然这是有可能发生的，只是机率极小。
- 大多数估值参数要么是历来最高的（如巴菲特指标、市销率、波动性指数、债券收益率、PE 基金项目交易倍数、房地产资本比率等），要么已跻身历史高位（如市盈率、席勒周期调整市盈率等）。在过去，在这些参数达到如此高水平之后，随之而来的便是市场下跌。因此，如今的投资决定不得不依赖于“这次和以往不同”的信念。
- 绝大多数资产类别的预期回报处于历史最低水平。
- 投资者迫切想要在目前低回报的环境中获得丰厚的回报，以致做出了我所说的积极承担风险的行为。他们为资产支付高昂的价格，并接受高风险且较差的项目结构提议。在这种环境下，“谨慎”或“拒绝起舞”的投资者很难坚持传统的安全水平，可能会被边缘化。
- 因此很多人对我 7 月发表的备忘录理解为：“目前资产价格高昂，但我认为还能进一步增长。”然而当投资者认为资产或市场价格已处于高位，但仍寄望未来可能进一步上涨而继续持仓，这样的市场能有多健康？担心错失机会（又称“FOMO”）是投资者进行激进投资更有力的原因之一，也是最危险的原因之一。
- 市场行为表明投资者对于高昂的价格处之泰然，但最终可能是不切实际的，而会出现逆转。例如 2017 年标准普尔 500 指数破天荒没有一次跌幅超过 3%。同样在 2017 年下半年的六个月期间，波动性指数（投资者对标普 500 指数期权进行定价时所采用的波动水平指标）低于 10 的天数超过 40 天；该指数在六个月内低于 10 的次数从未超过六次。
——摘自 1 月 14 日的《纽约时报》
- 当今的许多投资决定似乎基于相对回报、无法接受现金和国债的低回报、相信定价过高的市场可能进一步上涨，以及担心错失机会。也就是说，这些投资决定并不基于绝对回报或资产价格相对其内在价值而言的合理性。因此正如我的同事也是橡树新兴市场机会策略的投资总监 Julio Herrera 不久前所说：“估值是一门失传的艺术，如今市场动能支配着一切。”
- 在导致市场下跌的潜在因素中，我们最应担心的可能是那些未知因素。尽管最近我读到牛市不会因持续时间过久或者过于繁荣而破灭的内容，但我认为这种情况时有发生。毕竟，有谁能说清楚 2000 年牛市崩盘和

科技泡沫的刺激因素呢？

综上所述，有些投资者看好基本面，而另一些投资者则对资产价格持谨慎态度。这两种立场各有优势，但问题往往是，难以理清哪一种优势更明显。

正如我在 9 月的备忘录中写到，大部分人和媒体都想要明确的答案：入市还是退市？买还是沽？逐险还是避险？但如此简单的答案，极少会是正确的答案。

其实，投资者能采取多种可能的立场。这些立场有两个极端，一端十分进取，100% 投资于高贝塔系数、高风险的资产，或在加杠杆的情况下投资超过 100%；而另一端十分保守，100% 持有现金或者净空头。事实上，大多数投资者都不在这两种极端状态。

当然如今我也不持有这两种极端看法，我的立场介于两者之间。说起来倒是容易，那到底是怎样的立场呢？到底是更接近看涨还是看跌？还是两者平衡？正如读者们所知，我目前的答案是更倾向于防守型投资或保持谨慎。依我看来，由于宏观经济的不确定性、估值高和投资者追逐高风险的行为，目前采取激进型投资并不可取，防守型投资更为明智。

首先，我确信唾手可得的利润已不复存在。例如标普 500 指数从 2009 年的低位已经翻了近两番，包括收益。市盈率从 2011 至 2012 年的 10 至 12 倍增加到当前的 25 倍，从当前的水平再翻番要比以往难上加难。因此我们可以肯定的一点是，目前投资美国股票要比六年前更难获利。若真如此，投资者在股票投资所承担的风险难道不应低于六年前的水平吗？

就几乎所有资产类别而言，预期回报都远低于正常水平，因此我认为没有理由激进投资。一些投资者可能会采取激进的立场，投资风险最高的资产，同时希望获得最高的回报；并随着市场继续上涨，挤出最后一点回报，但前提是假设他们能够在最高点时退出，且每个强劲上涨的市场中都会出现高点；或者在低回报环境下获得高回报。不过，我认为这些做法都不可取。

多年来，我对塑造市场特征因素的描述大致不变：

- 大量宏观层面的不确定因素；
- 预期回报欠佳；
- 估值高于平均水平；及
- 投资者积极承担风险的行为。

每次我讨论这个观点时,都没有人对这些观察提出任何异议。那么,你会吗?这才是关键的问题。如果不会,你又会怎么做呢?

你可能会在一年前、两年前、三年前甚至更久之前,就已经观察到以上四点。我也基本上观察到了。因此在过去几年不同的时期持有一些现金也有理有据。但是基于市场表现和优势,大量持有现金可能会犯下严重的错误,如今我仍然持有同样的观点。

在过去几年里,橡树资本一直秉承指导箴言“谨慎前行”,我记得当我提出这个指导箴言时,我对所处的状况是这样描述的:

- 当市场前景不那么糟糕,资产价格也不太高昂的时候,应该以最大限度进行保守型投资(如果在当前的市场环境下这么做,你的回报将近乎零,这是大多数人难以接受的),但是
- 当市场前景不那么美好,资产价格也不太低廉的时候,应该采取激进型投资。事实上我唯一确信的一件事,就是市场上已没有更多空间能容纳激进型投资了。

所以我并没有说过“现在就退出”,如今我仍然不会这么说,但我认为应该继续在投资组合管理中加入防御性措施。全面投资并保守构建投资组合一直是过去几年较为适当的投资立场,这使橡树资本的整体表现还不错,或更好。现在看来如果采取激进型投资当然可能会获得更高的回报,但我认为在真正结果没有出来之前,谁也不知道会怎样。如果决策的结果失败,或决策本身有误,这两者哪个才是错误的决策呢?如你所知,我会坚持选择后者。

那么如今,又有哪些东西已经变了?除了前文所述对投资环境的四项观察之外,我想再添加三项:

- 美国经济正在增强而非减慢,政府也支持经济发展;
- 价格进一步上升,估值指标已提高;
- 正如我在前文所言,唾手可得的利润已经不复存在。

因此目前的市场环境仍然错综复杂,尽管基本面利好,但资产价格高企。近期对经济的正面展望、利率水平处于低位、大部分投资者渴求回报以及投资者对市场的温和态度,似乎都意味着现在退市是个错误的选择。另一方面,资产价格处于异常高位、宏观经济的种种问题及投资者的逐险行为预示着我们应该谨慎前行。

在经济状况理想的时期，风险暗藏其中，敢于冒险的人取得成功；低风险的另类投资回报则不具吸引力，投资者变得不再谨慎、甚至认为资产价格高本身并不存在问题。最终结果通常证明这是错误的，但可能要等好几年之后才知道。

为了加强说服力，我将引用下面两段文字来支持这个观点：

市场似乎十分认同这样的主张：只要宏观环境维持良好，股价能按照远高于发行人利润增长的速度继续攀升，因此也远超过其内在价值的增长。几乎没有市场参与者会担忧估值水平、资产与其相关价格关系是否适当，而我们认为这种情况最终会带来负面的后果。

如今经济稳健、低利率、大量现金流及投资者乐观情绪高涨，这些现象共同营造出一个无论投资好坏均能获得资金的氛围，而且很少会顾及风险规避的问题。

这几段文字摘自我在 1997 年为客户所撰写的备忘录《你是一名投资者还是投机者？》。我当时是比较审慎的，现在仍然如此。结果几乎三年之后，事实证明我所说的是正确的。但这并不意味着我在写这段话的时候发表了错误的观点，只是提早发表了。

目前市场上已经开始讨论牛市尾声可能会出现融涨情形，投资者会赚得更多，但这可能会助涨泡沫达到破裂的临界点。这也可能使投资者“投降”，通常发生在之前未充分参与市场的投资者，经历市场多年上涨之后，终于经不住诱惑选择入市。支持“融涨”理论的基本主题包括：第一，存在上述利好的基本面；第二，市场出现过去一直缺失的投资者乐观心态。

对我而言，整体市场前景的关键点如下：

- 市场缺乏普遍的乐观心态显然不足以证明近期市场将会下跌。
- 因此，我们毫无理由相信泡沫即将破裂。
- 但投资者越来越有信心。
- 资产价格水平已升到超乎寻常的高位。
- 尽管仍然难以预测未来事件，但目前的高价意味着价格从现有水平继续长期大幅上升的机率渺茫。
- 没有人知道短期内将会发生什么。

当今的资产价格及估值指标无疑令人担忧，但投资者心态及其影响和市场时机是无法预测的，我想我们能够确定的事物就这么多。

因此橡树资本将会继续关注资产价值与其价格的关系，并避免尝试通过对经济、市场或投资者心理的预测而断定市场时机。持“融涨”观点的投资者认为，虽然目前的证券价格已经很高，但可能会继续上涨。我们从不会对资产价格上升或下跌下赌注。

橡树资本至今仍采用自 2011 年起的指导箴言：当我们发现合理的定价时，我们仍会进行投资，但谨慎前行。我们一直在投资，且不会特意不做投资，但我们专门为等待大量困境机会出现而募集的橡树资本困境债务基金是个特例。如果我们发现具有理想的回报前景、结构及风险的投资机会，我们不会因为觉得一年之后资产价格更加便宜而放弃目前这类投资机会。在此我们想向我们的客户阐明我们的观点，这样他们就可以在（尤其在开放式策略）选择激进还是保守地投资，我们很乐意和客户私下继续讨论这个问题。

对新税法的反应

国会的共和党议员已经通过税改法案，而且总统已经签署称之为“全面税改”的法案。因此值得一评。如今华盛顿政府商讨的政策比以往任何时候都有更浓郁的政治色彩，两党分歧情况也更少，但在讨论我认为的重要观察结果时，我会努力保持客观，尽量不涉及党派观点。

首先，对于个人纳税，并没有真正意义上的改革。本次税改基本没有改变个人纳税的税收项目、征收方式或者税收流程的架构。它减少或消除了部分减记或漏洞，但所涉及的项目并不多。而且我怀疑并没有缩减冗长的税收法案。

我认为最重要的是，税改主要为大部分美国人减了税，而且减税可以刺激经济发展。正如我先前所述，当前美国的经济复苏是史上第三长的复苏期。经济表现不错，似乎仍处于上升期，而且复苏期可能会继续延长。失业率接近充分就业水平，GDP 增长可能进入更加强劲的时期。那为什么还要刺激经济呢？

- 人为地尝试延长本来已经很长的复苏期，这本身并不合常理。经济有涨有跌，增长率也是如此。各国政府及央行应当接受这样的现实，而不是让经济永远保持快速增长，这会产生经济过热的风险。过去二十年，我们已经尝到了尝试阻止经济放缓带来的苦果。GDP 增长虽然可以通过短期财政刺激措施（如减税）得到短暂提升，但不可能永远提升下去。
- 一方面政府实施刺激性的减税措施，另一方面美联储却加息并撤回其证券购买计划，这难道不奇怪吗？美联储担心持续复苏和加快的复苏将会

导致通胀上升；因此正在努力撤销刺激方案，这是合理的。但为什么政府采取相反的财政措施呢？

- 之前极力反对扩张赤字的“鹰派”一致通过法案，增加超过 1 万亿美元的赤字和债务，一改从前的主张，这正反映我之前提及“意识形态的摇摆不定”的情况。那些投赞成票的议员大概觉得，提供一些甜头就可以获得最多的选票，但这对未来的财政纪律确实百害而无一益。

新税法的核心是将美国企业所得税率由 35% 降低至 21%，这带来哪些好处呢？

- 到目前为止，美国的企业税率是所有国家中最高的。美国国内的高税率意味着美国企业更倾向于在海外而非美国加大投资，鼓励美国企业与海外企业合并或迁移到海外经营，同时为国外企业带来卓越的盈利能力。
- 降低税率将利好美国企业，现在我们的企业所得税率是发达国家中最低的税率之一。那些将美国在全球的领先地位归功于资本主义的人都会欢迎这一法案。我个人十分确信，在一定程度上“对通用汽车公司好的，就是对美国好。”
- 基于我们之前的企业税收体系，美国企业有 2.8 万亿美元的海外利润现金滞留在海外。现在随着税率最低降至 8%，这些现金将会被汇回美国。
- 我们有充分理由相信，降低税率及资金回流将会让资金流入美国企业账户，帮助提升企业信用评级和增派股息，并为股份回购提供资金。
- 然而上述这些都不是政府向公众所宣传的企业减税的好处，相反减税被宣传为是可以创造就业的良方。鉴于目前失业率已经低于平均水平，很多美国企业的首席执行官告诉我，由于缺乏合适的有资历的员工，企业的很多发展都受到制约。那么如果美国企业扩张业务，要去哪里为这些新的岗位找到合适的员工呢？如果找不到合适的员工，真的能建立新的工厂并创造新工作岗位吗？
- 在距离税改法案投票的最后几天，我听到一个谈话节目的嘉宾说，美国企业及其所有人将会与员工和消费者一同分享减税带来的好处。尽管我们已看到一些企业在新税法通过后提高了员工薪酬或奖金，但我怀疑这做法并非出于雇主的慷慨。企业如果需要吸引、挽留及激励员工，自然会增加员工薪酬，也可能因为要胜过竞争对手而降价，但动机始终是为了实现最大的利润。因此我认为，新税法不会从根本上改变这种企业行为。

你当然可以说税改是为商界准备的大礼，但我并不认为它能创造太多就业，或为美国的中产阶级带来长期利益。

税改有利，也有弊。对我而言，来自纽约联储银行一位长期以来备受敬重的行长 William Dudley 在 1 月 11 日发表的演讲，最好地概述了我的想法：

虽然近期通过的《2017 年减税及就业法案》可能在短期内进一步支持经济增长，但我们将会为此付出代价，毕竟天下没有免费午餐。该法案将会增加美国更长期的财政负担，美国本身的财政已经面临其他层层压力，例如债务偿还成本上升及婴儿潮一代退休导致福利开支增加。虽然这些问题对于目前的市场参与者来说还不足为虑，但目前的财政发展路径恐怕难以持续。

长期而言，忽视预算问题将可能产生以下风险：推高长期利率，私募投资被排挤，及削弱国家的信用可靠度。这些发展可能抵消税改措施对资本开支及潜在产能的任何直接有利影响。在所有可能的结果中，我较为认同 Dudley 所说的潜在后果。当所有其他因素保持不变时，税法在长期内可能导致赤字增加、国家债务水平上升、经济增长加快、通胀和利率上升、联邦债务偿还要求更为严格，并因此进一步导致赤字及债务水平上升。这些现象通常会一起出现，合起来就是 Dudley 所描述的不可持续的财政发展路径。这一前景曾令人感到忧虑，而减税将会雪上加霜。

税法带来的好处显而易见：短期内经济可能会增强，企业利润会上升，而且大多数美国人的税后工资将会增加。但长期好处就不那么明确了，而且隐含重大风险。

接下来我想讨论一下 SALT。不久之前说到 SALT，大部分人会解读为“限制战略武器谈判”的首字母缩写，但据我所知，突然短短几个月之后，它已经变成了代表美国“各州及地方税收”的缩写。

生活在低税率或零税率州的美国人可能并未特别留意新税法中有关 SALT 方面的规定，但在我现在居住的纽约州，这是一个重大话题，因此非常值得讨论。

截至目前，为了限制双重征税的影响，分项扣减的纳税人可从需要缴纳联邦税项的收入中，扣减所有已付的州和本地税项；因此，纳税人只需就扣除州及本地税项（包括个人收入所得税、物业税及销售税）之后的剩余部分支付联邦所得税。

众议院拟定的法案版本完全取消了这项扣减，但最终法律允许最高扣减 10,000 美元。这帮助了收入低于 100,000 美元左右的人士，但带给收入高于该水平的人士不少杀伤力。

为了简化计算，我将不计算更低水平收入的税率以及除外事项和信贷的影响，并讨论这一变化如何影响较高收入人士的边际收入。我会对数据进行四舍五入处理，并且不计社会保障税及医保税。

- 在新税法实施之前，以纽约市的高收入人士为例，每 100 美元边际收入的税后收入约为 53 美元，基于扣除联邦所得税 40% 及州/市所得税 12%，并已在 40% 联邦税中扣减 12%。
- 根据的新税法，100 美元的增量收入的税后收入将约为 51 美元，基于扣除联邦所得税 37% 及州/所得税 12%。

因此每增加一美元的税后收入将降低约 4%，若采取众议院版本的法案结果会更差，但高收入人士的适用税率则从 39.3% 下降至 37.0%，尽管如此 4% 的税收收入对很多人而言仍是很大的损失。

取消各州及地方税收的扣减是否不公平？众生议论纷纷，就像很多事情一样，主要还是取决于你自己怎么看。

- 一方面，一些州选择为其居民提供大量服务，因为这些州拥有要求大量服务的人口，而为了支付这些服务，这些州就会征收较高的所得税。但一些人会质疑，既然联邦政府也向低税率或零税率的州纳税，凭什么联邦政府应该资助纳税率高的州、为这些州居民分担一部分税务负担？
- 另一方面，根据 WalletHub 的估计，美国有 14 个州的居民向联邦政府支付的税款比联邦政府给予他们的福利要多。这些州又称为“捐赠州份”，通常包括人均收入高的州（比如纽约州、加州、新泽西州及伊利诺伊州），且不包括大多数人收入依赖于联邦慷慨普施的州，因此纳税高、商业活动密集的州为其他州提供补贴。

无可争议的是：这项新税法绝对打击了纳税高的州，而对低税率及零税率州造成的冲击较小。由于州及本地所得税仍可扣减最高 10,000 美元，因此新税法会主要影响人均收入高的州。物业税采取同样的处理方式，最高也可扣减 10,000 美元。另外这 10,000 美元限制额是包括个人所得税、物业税和销售税的任意组合的合计额。新税法的其他相关影响包括，对可以进行利息扣减的房地产按揭贷款规定金额门槛。通常高收入意味着拥有高价值的物业以及大额按揭贷款，因此有些州的居民可能同时受到两者影响，而对其它州则毫无影响，这也

在意料之中。

那么，大部分受到负面影响的州主要是支持民主党的州（或“蓝州”），这难道是巧合吗？这些州一年前为希拉里赢得多数选票，总统特朗普是否会介意降低这些州的高收入人士的税后收入？没有人能确切说清楚，但毫无疑问，受影响的地区显而易见。保守经济学家兼 CNBC 有线电视评论员 Larry Kudlow 表示：“这是针对蓝州的税改。”

现在可以得出哪些重要的结论？

1. 降低税后收入为高税率州的居民增加了生活负担。例如在 2015 年，34% 的加州纳税人进行分项扣减，而且平均扣减了 18,500 美元的州所得税。这些纳税人平均将会损失 8,500 美元的扣减额，并因此支付约 3,000 美元或更多的联邦所得税。
2. 特别是在还要面对高额物业税的情况下，这可能会大力鼓励高收入人士搬迁至零税收的州，包括佛罗里达州、德克萨斯州、内华达州和华盛顿州。正如我在 2016 年 5 月撰写的《经济现实》备忘录中所述，各州可提高个人所得税率，或相当于取消联邦准予扣减的项目，但这都无法阻止纳税人迁离本州。
3. 的确，最终税法降低了联邦所得税率，高税率州纳税人的税收负担可能减半。但零税率州的居民也享受到减税，但无须承受任何准予扣减的损失。我估计对于收入相当高的人士而言，他们在零税收州所获得的边际税后收入将比在纽约州高出约 20%，差额相当大。
4. 事实上高收入人士为规避如此大额的 SALT 而搬离本州的动力已大大增加，我预计这将会对高税率州的经济产生严重影响。以后还有哪些首席执行官愿意将企业搬至纽约州或加州？以后企业成立和搬迁时，很可能会倾向于选择低税率和零税率的州。
5. 我认识一位来自纽约的共和党议员，他已投票赞成税收法案。他怎么可以这么做呢？难道他的选民不会反对他，投票让他出局吗？也许是因为他知道自己代表低收入的社区，选民不会因为损失了 SALT 准予的扣减额而受到打击。其实直接影响可能的确如此，但二阶效应的结果很可能是雇主搬迁，将其企业和支持该议员的选民们的工作岗位一同搬走。高收入人士可搬迁至所得税较低的州份，但低收入人士却很难这样做。
6. 前些天有个朋友告诉我，纽约收入前 1% 的纳税人所缴的州所得税占 50%。如果一旦这些人加速搬离纽约，那么类似于纽约的各个州可能会陷入恶性循环：一小部分高收入人士离开，州政府必须提高税率以弥补税收损失；而这将增大纳税悬殊并导致更多高收入人士迁离，从而需要进一步提高税收，以此周而复始。高税收的城市和州可能大受影响。纽

约市居民可能觉得纽约还是有十分吸引人的优势，征收高税率也有情有可原，只是纽约市邻近的“郊区”缺乏这些优势，高税收可能给这些区域带来更严重的影响。

对我而言，我对新税法的结论如下：

1. 我们的税收体系并未发生根本性的变革。这种变革只有在华盛顿政府重现两党合作的情况下才有可能实现，但这种情况不太可能发生。
2. 企业所得税降低将会增加美国征税企业的净收益，但对经济其他部分的作用有限。
3. 新税改将利好零税率和低税率州，而对高税率州造成打击。
4. 整体而言，税法在短期内可能带来正面影响，但长期会在不同方面带来负面影响。

我的新书即将在今年 10 月推出，主要讨论市场周期。为什么会出现市场周期？为什么美国经济每年只按平均 2 至 3% 的增长率增长？由于标普 500 指数的平均回报在 9 至 11% 之间，为什么每年的回报不在 9% 至 11% 之间？而实际上，为什么年度回报只是偶尔处于 9% 至 11% 的水平？

简单的解释就是，由于这涉及人为、经济及市场的因素以及其他周期性现象，经济往往首先朝一个方向过度发展；而考虑到投资者心理，经济通常先上扬，随后必定会朝着相反方向修正。

我认为，以下描述非常切合上文讨论的两个主题。

- 当市场在一段时间内表现太好——股票回报远高于企业利润的增长率、债券回报远高于其承诺的到期收益率时——这通常意味着价格被高估，迟早会被修正。
- 当实际经济增长率超过由人口及生产力增长而决定的潜在增长率时，企业或消费者过度借贷、投资或开支，这可能最终导致经济收缩。因为这种过度情况本身不可持续，或央行采取降温措施以防止出现恶性通胀。

最常见的威胁就是：市场可能一直表现太好，经济可能被过度刺激。目前看来这两种情况都不错，但两者都存在隐患。

我花了四页的篇幅专门讨论新税法，主要是因为市场上并没有因此而发生多

大变化。投资者仍在低回报的环境中追逐高回报。这将会降低投资者的风险规避情绪，带来高风险的投资行为，不断高企的资产价格，进而削弱潜在回报并增加风险。短期内，我们无法断定这些负面影响是否会霸占上风，但我们也不应该毫无顾忌。尤其是现在，我们应该更加谨慎前行。

写于 2018 年 1 月 23 日

2019/04/01 做大蛋糕

几周之前，我们欣然宣布与博枫资产（Brookfield Asset Management）合并，共同成为全球最大的、策略最为广泛的另类资产管理公司之一。其后，我收到了类似这样的问题“还会有马克斯的备忘录吗？”我想此刻你对此已经有了答案。

有一件我虽判断正确，但却仍感忧心忡忡的事就是近期对于经济制度种种辩论。我在 1 月份撰写的备忘录《政治现实遇上经济现实》中，用大量篇幅阐述了我对左翼民粹主义的崛起以及由此产生的反资本主义情绪的担忧。然而自那之后，这股潮流愈演愈烈。

如上次备忘录中所提，针对工人在公司治理中的话语权及现金需求，已经立法实现。同时出台的还包括一项旨在上调高收入者所得税等级的建议。自那以后涉及征收财产税、上调遗产税，以及纽约市临时住所税收等名目的主张也纷纷粉墨登场。显然企业和富人已被当作诱人的政治目标，以及增加税收的理想来源。

民粹主义之所以能够煽动民众，其中的一个主要原因即是他们深受大众欢迎的一套说辞。“富人拥有的太多了”，“我们普通人获得分配的太少”，“制度肯定是被操纵的”，“富人成功是通过欺骗而获得的”，“富人并不会支持公平分配”此类论调对于怨天尤人的人来说非常受用，而要想明辨这些言论中的是非，不仅需要明察秋毫、以史为鉴，还需要拥有很多人所缺乏的经济常识。

发生了什么事？

1 月份的备忘录中，我阐述了一个观点，认为在过去的 10 至 20 年间，持续上升的经济浪潮已经无法全面推动各行各业的均衡发展，此外主要的社会和经济趋势导致了经济不平等的增加。如我所言，这些发展在很大程度上助推了民粹主义的兴起。

1 月 28 日，在我发表 1 月份备忘录的两天前，桥水基金创始人瑞·达利欧发表了一篇题为《民粹主义+经济疲软+央行放宽能力有限+总统大选=高风险市场和高风险经济体》的精彩评论文。以下段落特别引起了我的注意：

贫富差距，特别是在伴随着价值观差异时会导致冲突加剧，而在政

府行为中，这种差异体现在左翼民粹主义和右翼民粹主义。一般来说，右翼民粹主义者（通常是资本家）不太擅长分蛋糕，而左翼民粹主义者（通常是社会主义者）不太擅长把蛋糕做大。

右翼（美国总统特朗普的支持者）和左翼（伯尼·桑德斯的支持者）民粹主义在 2016 年的总统大选中发挥了重要作用。本文将主要讨论后者。

在 1 月份的备忘录中，我详细论述了资本主义在美国取得现有成就的过程中所发挥的重大作用。简而言之，借用瑞·达利欧的话，即资本主义创造出了最大的蛋糕，打造了世界上最大的国内生产总值，以及世界范围内最高人均国内生产总值之一。而且只有资本主义才有可能继续把蛋糕做大。历史上，非资本主义制度在实现经济增长和繁荣方面的失败案例比比皆是，并载入史册。

显而易见，资本主义制度下分蛋糕，人们并无法获得同等的份量，这正好与英国前首相丘吉尔于 1945 年 10 月 22 日在下议院演讲时提到的观点如出一辙：

资本主义的内在缺陷是无法平等地分配所得。

我十分欣赏这一说法。在资本主义制度下，我们更容易看到大块的蛋糕给予了以下例子中的人，更聪明、更有才华、更幸运、或生于富裕家庭的人也是如此。这些解释中的前三个通常被认为是合情合理的，但第四个就不是，所以人们会围绕最后一个展开争论。实际上，资本主义所产生的收益与分得更大蛋糕的更聪明、更有才华和工作更努力的人是密不可分的。另一方面，却没有人认为仅凭幸运拿到更大块的蛋糕是合情合理的。很多人认为财富继承所得至少应该被抽掉一些，而有这些想法的人通常并非财富捐赠者或受益者。

那些“左翼民粹主义者”想要得到什么呢？在多数情况下，他们希望实现更公平和更平等的结果。他们很少提及做大蛋糕本身，更多时候是关注如何公平地分配蛋糕。这就是丘吉尔做出如下补充的原因：

社会主义的内在优势在于共患难。

放眼全球，我们会发现有强调均分蛋糕的国家，也有其他更关心做大蛋糕的国家。强调平等分配的国家包括古巴、朝鲜、委内瑞拉和苏联，而除美国外，注重做大蛋糕的国家或地区还包括韩国、香港和新加坡。哪一组国家或地区的人普

遍生活得更好？你更愿意选择生活在前者还是后者？

如今，很多人显然无法理解资本主义在创造美国人所享有的财富方面的作用。其他人可能觉得资本主义过去可能确实推动了社会的进步，但现在已成为过去时，因此我们应该将注意力转移到更平等的分配上。最后一部分人可能会认为平等分配比创造更大的繁荣更加重要。

社会主义将社会政治因素附加于经济制度中，因此相对于自身利益和个人动力，更加强调平等和谐的重要性。反之，资本主义则并没有强调这一点。上个月查理·芒格向我提起了中国在毛泽东 1976 年逝世之后的农业发展史，以下几段内容摘自 1986 年在国际事务周刊发表的关于中国农业改革的文章，虽然内容较长，但我认为这一课题值得好好研究——中国如何从“共患难”实现全面蜕变：

在（1957-1978 年）这段相当长的时间内，粮食产量只能勉强追上人口增长。在此期间，中国实际上越来越依赖粮食进口来满足人口基本需要。到了 1978 年，约有 3000 万城市居民（约占中国城市人口的 40%）依赖于粮食进口。与此同时，很多非粮食作物的产量情况甚至更差。农业产量增长缓慢，农民收入的适度增长自然也极其有限。

到了 1978 年，中国共产党在最高会议上达成共识，即导致农业产量增长异常缓慢的原因是：中国的集体化生产结构效率低下。推行本地自给自足政策而导致生产效率降低，农村市场化发展受阻，而较低的农产品价格导致生产积极性降低。从 1978 年开始，中共中央委员会批准了一系列全面性改革，解决了这些问题。这些改革包括：集体化生产制度被家庭联产承包责任制取代，根据这一新制度土地以每个家庭为单位进行分配。关于种植模式和肥料数量以及其他生产投入要素不再由小组和大队领导人决定，而是由每个家庭决定。这鼓励农民们进行专业化、市场化生产，而不是局限于自给自足。农村市场被重新开放，鼓励农民根据相对优势进行种植。

自 1978 年以来实施的改革带来了前所未有的增长速度。例如中国粮食产量从 3.05 亿吨增加到 4.07 亿吨，平均年增长率接近 5%，远远超过 1957 年至 1978 年间 2.1% 增长率一倍以上。

正式放弃粮食自给自足的政策，不再以“以粮为纲”为口号，重新开放农村市场，并由此刺激非粮作物生产，农民们热情高涨。

农业产量的空前快速增长带来了农业实际收入的大幅上升。按当前价格计算，人均农业收入从 1978 年的 134 元增长到 1984 年的 355

元。收益不仅仅来自农业产出的增长，而且还来自农村非农就业及收入的大幅增长。

尽管去集体化为提高生产率的增长提供了动力，但是也产生了部分重大的可见度低的不利影响。从长远来看，目前尚不清楚现有本地劳动密集型灌溉系统的未来前景。但几乎可以肯定的是，目前的制度令农村地区的收入分配不明朗，并且最终可能会导致农村地区不稳定。

集体所有制退出历史舞台的另一个意想不到的后果是，农村社会服务水平下降。农村医疗保健和小学教育的国家预算资金一直都非常有限，并多为集体累积的福利基金所资助。改革所产生的最终意外后果是其对于国家预算方面的影响。虽然国家引入的农业配额价格上涨以及去集体化为农民生产者提供了巨大的激励，并推动了生产力的发展，但是这些激励措施给国家带来财政负担的速度远远超过预期。

——摘自尼古拉斯·拉迪《中国的农业改革》

上述讲的是中国在短短八年内完成转变的故事：放松监管和管制、以自由经营和利润为目标、增加灵活性和并扩充选择、享受专业化带来的好处、以及通过自由市场进行资源配置。结果：产量大幅增加，不过也导致了不平等现象增多，以及政府减少提供公共服务。换言之，鱼与熊掌不可兼得。对于大多数人而言，改革带来更美好的生活质量。改革前虽然每个人都过得差不多，但大多数人的生活水平在改革后会好的多。两者而言，哪个更公平？

资本主义并不会、甚至并不关心平等分配。资本主义认为的公平是：实力更强或工作更勤奋的人应当赚取更多收入。因此资本主义激励着人们努力工作，并奖励那些取得成就的人，最终为几乎所有人带来更美好的生活。中国与美国的故事就是最好的例证。

一个很好的例子：我们喜欢现在分蛋糕的方式

过去两年，亚马逊为第二总部选址一直是商界的热点新闻之一。共有 238 个城镇及地区提交规划方案，纷纷大力鼓吹自身作为第二总部潜在选址的优势，其中许多提供了财政激励措施。

结果去年 11 月爆出重大消息，亚马逊选择纽约市皇后区的长岛市和北弗吉尼亚州作为总部扩张计划目标地点。皇后区第二总部计划包括亚马逊单方面投资 25 亿美元；亚马逊新增约 25,000 个工作岗位（仍未包括未来在建筑、当

地建设施及相关服务业的数千个岗位)；未来 25 年将为该州和该市带来 270 亿美元的税收，并在该期间内向亚马逊提供 30 亿美元的税收减免和补贴。

该项目的支持者一度热情高涨，但很快就遭到当头棒喝，2 月 14 日亚马逊宣布取消该计划。

由于公共补贴遭到强烈反对、市政府和州政府“私下”协商计划所引发的民众不满，以及民众对该计划会对邻近地区造成影响的担忧，导致该计划最终流产。

—摘自 2 月 22 日《纽约时报》

由于亚马逊的反工会化政策，原本支持并希望参与组织亚马逊运营的工会态度改为反对，当然建筑业工会以及期望增加工作机会的其他工会仍纷纷表示支持该项目。

政治问题也随之浮出水面：州参议院多数党领袖提名长岛市参议员迈克尔·吉纳瑞斯实为公权控制委员会成员，一旦当选他对于该项目拥有一票否决权。根据《纽约时报》报道，吉纳瑞斯反对政府补贴，并对于市长和州长在磋商该项目时未征询他的意见而感到恼火，一些人认为他的提名（尽管从未生效）是压倒该项目的最后一根稻草。

最终在亚马逊选址的过程中，充满了民粹主义言论的怨恨之声，11 月 17 日《纽约时报》杂志的一篇文章写道：

城市研究理论学家 Richard Florida 告诉作者 Anand Giridharadas，亚马逊的第二总部争议“充分体现了 21 世纪初美国后资本主义的内在意义”。他还表示，“这家由全球首富经营的万亿美元市值的公司可在美国、加拿大及墨西哥的 230 个城市举办一场声势浩大、堪比《美国偶像》的竞拍会，并以此获取大量地址和人们自身动机的大数据，并且还能在这一过程中轻松获得 30 亿美元税务优惠，在当今的时代，这代表着超级权力的悲哀”。

纽约第 14 国会选区（包括布朗克斯区和皇后区部分）的时任当选众议员亚历山大·奥卡西奥·科特兹在推特上批评该项目。她写道，“在纽约地铁状况如此破旧，我们的社区需要更多而不是更少投资的时候，亚马逊却获得了亿万美元的税收优惠，这无疑令本地居民极度焦虑”。

奥卡西奥·科特兹周四在电话中愤怒表示亚马逊项目实质上是典型的劫贫济富，是为了一家私营企业利益而牺牲整体公共成本的实例。“向全球最有钱的公司提供 30 亿美元税项优惠，意味着是在放弃我们的学校，放弃我们的基建投资，放弃我们的社会发展。”换言之，全球首富入驻是逼迫每一个纽约人为其买单，令其免费受益。是巨额的机会成本。

尽管民意调查显示大部分纽约人支持该项目，但联合起来的反对力量已经足以将亚马逊拒之门外。该公司在一份声明中称：

对亚马逊来说，建立新总部需要与州和地方当选官员建立良好的合作关系，并得到这些官员的长期支持，协作及帮助。

这听起来中规中矩。

但亚马逊决定放弃该计划，则让左翼大肆发表言论。市议员吉米·布拉默表示：

虽然我们面对的是全球首富及全球最富有的公司，但我们并没有让步。亚马逊并不需要我们的 30 亿美元。

—摘自 2 月 15 日《纽约时报》

众议员奥卡西奥·科特兹在推特上写道：

一切皆有可能：今天一群兢兢业业、生活在纽约的普通人，联合一致击败了亚马逊所代表大财团的贪婪，战胜了亚马逊对工人的剥削以及全球首富的权势。

解读一下，“进步”左翼的回应是：亚马逊，请带着这些工作机会，离开此地。

我无意针对奥卡西奥·科特兹，而且我跟她没有任何矛盾。但以她为代表的主张令我感到不安，她所说的正是我想要反对的。以下是《华盛顿邮报》（其实际控股持有人为亚马逊的创始人贝索斯）在 2 月 21 日发表的一篇题为《亚历山大·奥卡西奥·科特兹是一位经济学文盲——这会给美国带来危险》的文章：

举一个很好的例子：上周奥卡西奥·科特兹因为她的民主党同僚对于推翻项目而取得的大加庆祝。根据该项目规划，亚马逊原本承诺在纽约长岛市（就在她的国会选区隔壁）建立新的总部。亚马逊的离去让这座城市损失了 25,000 到 40,000 个新的工作岗位。且不说亚马逊原本会雇用的科技员工，随之而去的还包括建设总部所带来的所有工会建筑工作岗位，以及为了向亚马逊员工提供服务而正准备开业或扩大经营范围的所有小企业（包括餐馆、酒吧、干洗店和食品车）所创造的数千个工作岗位。这些都随着亚马逊的撤退而被摧毁。

而奥卡西奥·科特兹本人完全没有受到影响。“我们正在为这些工作岗位提供补贴，”她说。“坦白说，如果我们愿意为这个项目拿出 30 亿美元，那么也可以将这 30 亿美元投资在我们的社区。我们可以雇用更多老师，我们可以改善地铁运营。如果我们愿意，这笔钱可以让我们提供更多就业机会。”

她完全没抓住重点。市政府的银行账户里并没有这 30 亿美元用来补贴亚马逊或为纽约市民提升服务。亚马逊可能获得的 30 亿美元税收优惠，还会挤占其他资源。这笔钱的使用是取决于未来收入：亚马逊的应付税款中部分作为税务优惠而回拨给亚马逊，而剩余部分则可用于投资支持基础设施及服务。没有亚马逊，就不会有这 30 亿美元，而纽约市和纽约州也不会获得 240 亿美元的净税收。奥卡西奥·科特兹要么完全误解了她所批评的项目，要么刻意地忽视真相，利用相关言论来操纵怨恨情绪并凑集选票。你更愿意相信哪种解释呢？

许多读者喜欢我在今年 1 月备忘录中分享的小故事（由于故事作为附录放于文末，我的夫人南希第一次读时并没注意到，但我希望你们都已看到）。有十个人每晚都在酒吧喝啤酒，并且每个人都根据他的能力付钱。酒吧老板为表达感激而减少他们的酒费总额的 20%，十个人无法就如何分配各人的扣减额达成一致，因为似乎最富有的人总可以获得最大的折扣，但大家忽略了他也是支付了大部分酒费的人。出于愤怒，其他九个人把最富有的人狠狠打了一顿。之后这个人再也没有回来，而其他九个人再也无法负担他们每天的酒费。他们的确给了他点儿颜色看看！

同理，纽约也让给亚马逊了点儿颜色看看！他们赶走了亚马逊，而亚马逊再也不会回头。回顾政治家们的上述言论，你就会发现他们都对亚马逊和其创始人贝索斯的财富心怀怨恨，并认为这些补贴毫无依据。但是他们没人提到丢失的潜在工作机会，或者该项目对纽约经济，或更重要的是对其纽约民众所带来的好处。纽约本有的大好机会“把蛋糕做大”，但是左翼民粹主义者却想尽办法破坏它。

另一个对着富人泄愤的例子，是关于纽约市临时居所税的提案。该税项的起源于一名基金经理购买价值 2.3 亿美元的公寓作为其第二个（也可能是第三个）住宅。该税项提议建议对价值超过 500 万美元的但非所有者长期居住地的住宅房屋及公寓征税，理由是业主享受了其位于纽约的住宅所带来的相关好处，但却从未支付纽约的个人所得税。但这种做法聪明吗？

即使这些业主并不在纽约长期居住，很少使用城市服务，也要支付房产税。事实上当他们来到这座城市，他们的支出更会有助于经济发展。这是滥用这座城市的资源吗？新税法将把高端住宅的潜在买家赶走，使得目前高端住宅供过于求的情况进一步恶化。3 月 24 日发表的《纽约时报》报道：“该税项帮助纽约市在变得更加公平的路上迈进了一小步。”文章还提到了对非长住富裕业主征税的政治合理性。但考虑到这样做的明显影响将会是抑制纽约楼市发展及减少更多相关行业的就业，这样做是否对经济是否有正面意义？

极端左翼分子的言论刻意掺带怨恨情绪并强调社会差异性，而这很容易被大众所接受。但这些政策更可能平等地分配贫穷，而不是平等的扩大所得。

大约 50 年前，一位年长的朋友向我分享他的观点，是什么“令美国强大”：

当英国的工人看到老板开着劳斯莱斯离开工厂时，他说：“我想在那辆汽车下安一枚炸弹。”但是当美国工人看到老板开着凯迪拉克离开工厂时，他说：“总有一天我会拥有一辆那样的汽车。”

今天已经很少有美国人认为他们还会拥有那辆凯迪拉克，极端一点儿地说，这可能会终结美国奇迹。因此在停滞不前与收入不均面前，企业应当尽一切努力遏制前者，这并不是仅仅是出于公平或慷慨的考虑，而是为了确保带领美国强大的制度得以继续运行。

资本主义是实现长期繁荣的最可靠途径，而且必须是负责任的资本主义。解决方案绝不是拒绝“亚马逊”、对“凯迪拉克”征收额外的税收、或干脆“把蛋糕做小”。

写于 2019 年 4 月 1 日

2019/06/12 这次不一样

这篇备忘录标题的灵感来自于《纽约时报》于 1987 年 10 月 11 日刊发的一篇题为《为什么这一次的市场周期并无不同之处》的文章。该文的作者是安妮丝·瓦拉斯。相关内容摘录如下：

共同基金管理人，在市场中倍受尊敬如今已 74 岁的约翰·邓普顿认为，投资中最危险的说法是：“这次不一样”。在股市起伏的不断变化中，投资者总是喜欢把这个理由作为做出自己情绪化的非客观决策的借口。

未来一年，许多投资者多半会重复这句话，以为股价持续上涨寻找理由，但这些投资者同时需要考虑到“迟到并不等于缺席”。

不过，在牛市步入第六年，“这次不一样”的声音逐渐出现。华尔街的专业人士预测，在牛市结束前，大多数观望中的个人投资者将决定入市并参与到标志着牛市触顶的狂潮里。

这些投资人将不顾道琼斯工业平均指数在过去五年里上涨了两倍多的情况，而决定投资于股票市场。同时市场上会出现大量理由来解释为什么股价会继续走高、牛市为什么会比历史上任何一次持续的时间都要长、为什么这次的繁荣后不会出现 1929 年那样的崩盘、以及为什么“这次不一样”。

其中许多论点都颇有吸引力，因为它们当中的确有一部分是事实。就连邓普顿先生自己也承认，当人们说“这次不一样”时，有两成的几率是他们是对的。但其中的危险在于，人们无法辨别每次市场中的不同驱动因素——正如目前日本投资人持续投资于美国股市。

该文作者瓦拉斯所要传达的基本信息是，当这句话在市场中泛滥使用的时候，投资者必须要格外谨慎。为什么？回头看一下上述引言前面的那段话：刚开始读的时候，你是否有留意到刊发日期？当时距离股市历史上最糟糕的一天——黑色星期一（1987 年 10 月 19 日）仅仅 8 天之遥。我们知道市场一年内跌幅达到 20%就已经令投资者无法忍受，但那时在一天之内，股市就暴跌了 22%!! 所以说，该文刊发之时，瓦拉斯的警告可谓振聋发聩且正当其时。对我而言，对这一风险的警惕始终非常重要。

通常在投资时,历史价格会对资产价格形成一定的限制。举例来说,标普 500 股票指数的市盈率一般不应远高于二战后 15 或 16 倍的平均水平。若投资者不顾此类历史指标,牛市就会走向极端。如果标准普尔指数中相关公司的盈利每年增长 10%,那么,按照定义,只有当市盈率被视为有大幅上升空间时,该指数才可能达到 20%年增长(20 世纪 90 年代确实发生过)。

正是基于此项逻辑,该指数在本世纪初的市盈率高达 32 倍,而这对 2000 年至 2002 年的股权回报造成极大的负面影响。

让我们想象一下,从美国佛罗里达州卡纳维拉尔角地区发射火箭,那么火箭必须克服重力才能脱离地球的大气层。同样,市场必须有理由摆脱历史价格所形成的限制,才能使资产价格摆脱历史的束缚,达到新高。

今天,我们尚未听到太多关于舍弃历史估值限制的言论,而估值也并没有高的离谱。相反,我们被告知“这次不一样”的地方在于:制约因素与未来经济和市场表现的相关性。例如:

1. 不一定会出现经济衰退。
2. 持续的量化宽松政策可带来永久性的繁荣。
3. 联邦赤字可大幅增长而不会出现问题。
4. 国债无需令人担忧。
5. 我们可在无通胀的前提下保持经济稳定增强。
6. 利率可长期维持于低位。
7. 收益率曲线倒挂未必会产生负面影响。
8. 即使没有盈利支撑,相关企业和股票也能表现较好。
9. 成长型投资表现可永久性的一直跑赢价值型投资表现。

这些天我参加会议时,几乎无一例外会被问及对于上述一个或多个情况的观点。关键是,如要实现上述九个观点中的任何一个,市场情况必然是“这次不一样”。我将在下文深入讨论每种情况的前景。

可避免的经济衰退

最近我经常被问到的问题是“美国正走向经济衰退吗?”和“衰退何时开始?”我对第一个问题的回答是简单明了的“是”,至少我永远不会被证明是错的。我们经历了多个经济周期,而且会不断经历新的周期。最终,有利的市场发展将促使人们以过度乐观的假设为决策前提,而对这些假设中的过度乐观情绪最终将

会暴露本色，而投资者的非理智行为将在负增长期间得到纠正。此外，即使经济体没有过热，也会遭受外部其他发展因素的冲击。

当人们问及即将到来的经济衰退时，他们大多是想问“衰退距离我们可能还很遥远吧？”美国历史上最长的经济复苏周期为十年，而本轮复苏周期已进入第十年的第 12 个月。我们没有理由认为复苏周期不能超过十年；6 月 30 日到来时不会有任何一扇市场大门关闭，阻止经济进一步上行。值得注意的是，此次复苏这是美国自二战以来最缓慢的一次，暂时没有过热的迹象，这意味着经济周期并不需要按照通常的时间表做出衰退修正。

很快，本轮复苏周期将成为美国历史上持续时间最长的一次。但我认为，本轮复苏周期很可能已接近尾声。我们永远无法知道未来会发生什么，但我们可以考量分析的是事件发生概率。所以我新书的副标题是：提高你的投资胜算。复苏周期可能会持续更长时间，但或许不会持续太久。所以，我还是不会预测复苏结束的时间。

大约一年半前，在特朗普总统实施刺激性减税政策后，人们开始问我，美国是否可能复制澳大利亚的奇迹，后者最后一次衰退发生在 1990 年。虽然问题并非“是否可能永远不会再发生经济衰退”，但要使两次衰退之间相隔 28 年，经济周期需要证实“这次不一样”。

我对上述问题的回答是“很可能不会”，毕竟两个国家之间所存在巨大差异使得澳大利亚的情况可能并不可应用于美国：

- 澳大利亚的国内生产总值的很大一部分来自出口其储量丰富的铁矿石和煤炭等自然资源。因此，近几十年来，中国这个更大的北方邻国“这次不一样”的强劲增长带动了澳大利亚经济。
- 此外，“澳大利亚拥有一个保守的、专注于国内业务且高度集中的银行系统，这意味着当危机来袭时，其他国家的金融危机蔓延并不会波及到澳大利亚。”摘自 2019 年 4 月 7 日《纽约时报》。
- 事实上，澳大利亚的保守主义和纪律性，使其能够在不造成市场过热的前提下持续实现金融稳定上行发展。我最喜欢的例子是澳洲未来基金。澳洲政府于 2006 年成立该基金作为本国的养老金支付义务的资金源。其初始资金来自财政盈以及前澳大利亚国有电信公司 Telstra 的私有化所获资金。该基金目前的资产规模为 1,540 亿澳元，并在 2020 年前处于锁定状态，甚至可能会被延长至 2026 年。

然而，对于美国政客，1) 舍弃目前“现收现付”的方式，不再从现有劳动力

收取养老金预缴，而是以自由资金支付养老金义务，以及 2) 在资金到位后，并不利用此类资金刺激消费或实现减税，做到 20 年内不插手管理这些资产的可能性有多大？

因此，我认为美国不会复制澳大利亚持续 28 年且仍未结束的复苏。这点我不敢打赌。

量化宽松带来永久繁荣

在全球金融危机之后，美联储采取了“量化宽松”的政策，即在公开市场上购买债券。

美联储购买债券的影响包括：

1. 向金融系统注入银行准备金；
2. 增强对债券的需求，从而降低长期利率而不受美联储对短期利率相关的常规公开市场操作影响；
3. 随着优质债券的预期回报率降低，令寻求更高回报的投资者再度愿意承担更高风险，从而使信贷窗口重新开放。

量化宽松政策在美国取得了成功，经济出现复苏。因此，部分人士提议，美联储可以永远实施量化宽松政策，并取得类似的积极成果。

首先，我认为量化宽松政策带来的部分影响可能是心理上的。换言之，量化宽松政策刺激经济增长的部分原因在于人们相信量化宽松政策具有刺激作用。如果美联储采取完全相同的行动但却并不对市场宣布，是否可以达到同样的效果？我认为，美联储的许多策略都有一种自我实现、类似安慰剂的成份。因此而言，我认为第一轮量化宽松政策比第二轮更有效，而第二轮比第三轮更有效。因此，随着心理效应减弱，永久的量化宽松政策的回报可能会逐步递减。

而且，谁知道量宽政策究竟是如何运作的？上星期我参加了一个会议，期间有一位与会者表示，根据现代货币理论，财政部可以发行潜在在无限量的债务，如果第三方买家无法完全消化该供应，美联储可根据量化宽松政策买下来。不过，这样的描述合理吗？如果美联储向银行存入准备金，而银行放贷金额将数倍于这些准备金，借款人则使用贷款进行购买或投资活动，这个过程是否真的为经济注入资金，还是本质上只是数字游戏？或者他们根本就是一样的？当然，这个问题适用于所有拥有法定货币的国家。

量化宽松通常被视为导致过去十年预期投资回报率低、对高风险资产的追捧、资产通货膨胀以及财富差距不断扩大的主要原因。与任何其他政府开出的“经济处方药”一样，我们难道不应该担心量化宽松可能出现的副作用吗？

政府行为是否能永久性地提高经济体的需求水平，还是本质将未来需求提前到现在？如果是后者，量化宽松政策能否将国内生产总值永远提升到其应有水平之上？我对此表示怀疑。但如果真的能实现的话，难道最终不会导致我所说的“过剩现象”，进而出现经济衰退吗？

最后，当我听到人们谈论美联储将阻止经济衰退的可能性时，我在想，美联储将其作为目标本身是否可取。根据上述内容，经济衰退是真的可以避免，还是仅仅可以推迟？如果是后者，应该让衰退自然发生，还是人为推迟？为推迟衰退所做的努力是否会造成对美联储的权力和意图的过度信任，从而导致道德风险的回归？如果美联储推迟了一系列的小型经济衰退，是否意味着，当美联储这种能力达到极限时，最终到来的经济衰退将会十分糟糕？

良性的联邦政府赤字情况

多年来，一些美国政客一直在寻求平衡的联邦政府预算，或者至少口头上这样表示。民主党人一般被认为希望通过“征税和支出”，以此为民众争取更多福利。但是他们有时会先支出再征税。另一方面，共和党人将自己定位为财政紧缩政党。通常他们的官方立场是，如果没有相应的资金增加，就不会增加支出。

无论两党之争结果如何，最近的联邦预算很少按时提交或实现平衡。在过去 50 年中，美国有 46 年出现赤字（1998 年至 2001 年除外），近年来，尽管美国经济一直较为繁荣，但赤字占国内生产总值的比例一直在上升。很多时候，甚至连假装作出对抗赤字的姿态的人都没有。即使在缺乏融资渠道的情况下，民主党人仍在制定庞大的支出计划。而共和党人则减税，但并不常增加支出。

现在，两党似乎都认为赢得大选的方式就是忽视赤字的存在。在 20 世纪 30 年代，经济学家凯恩斯曾表示，在私营经济活动没有产生足够的需求来创造充分就业的时期，政府应该使支出超过收入，依靠赤字来刺激需求。然后，在赤字支出刺激下的经济增长期间，政府应保持支出水平低于收入水平，利用盈余来偿还为赤字提供资金的债务。但是与此相反，从 2017 年底开始，即在经济复苏的第九年，共和党人实施了全面减税措施，进一步助涨赤字。

这个领域中的新理论受到了很多关注，即现代货币理论（“MMT”）。该理论的其中一个观点认为，目前政府赤字规模太小，而且无论在什么情况下赤字都不是件坏事：

纽约州立大学石溪分校经济学家、最具影响力的现代货币理论家之一斯蒂芬妮·凯尔顿认为，税收并非政府支出的资金来源。她说，在一个控制自身货币的国家，实际的情形是，政府首先要决定花多少钱。以美国为例，先要国会批准预算，然后政府机构才能开始向公众发放美元，以支付坦克、推土机和工资等费用。之后，政府以税收形式收回一部分资金。如果政府收回的金额低于其给出的金额，则会出现赤字。

凯尔顿女士指出，政府支出的每一美元都会转化为某人的一美元收入。因此，政府公共部门的赤字同时会在政府之外产生盈余。

摘自 2019 年 4 月 7 日《纽约时报》

因此，根据现代货币理论，赤字是良性的，它不是肆意挥霍的表现，而仅仅表明政府为经济投入的资金超过了税收。现代货币理论之所以“现代”，在于其已经超越了平衡支出和收入的传统概念，为更大规模的赤字敞开大门。

凯尔顿女士认为赤字无关紧要吗？显然不是的，她在该文中继续说道：

当然，赤字会产生一定影响。特别是如果支出没用于提高国家生产力的情况下，或者如果劳动力、原材料和工厂出现短缺时，赤字可能会太大。

在这方面，我们应当注意，凯尔顿女士曾在 2016 年担任民主党人伯尼·桑德斯的经济顾问。因此，我们有理由相信，现代货币理论在很大程度上可能是政府发放更多免费物品、扩大赤字的借口。有时，我们很难将经济观点与政治倾向完全区分开。

这种对赤字的宽容态度让我联想到一个虚拟比喻，政府好比一个拥有一张没有额度限制的信用卡的消费者。他可以随意花钱购买自己想要的东西，而不必担心偿还欠款。从理论上讲，这是可行的，但要弄清楚这对发卡机构有什么好处，是富有挑战性的。但至少，它不允许出现不可预见的发展。我相信这里和其他方面一样，经济学能够发挥的作用存在太多不确定性，不能依赖现代货币理论这样的永动机。换句话说，现代货币理论只是一个理论而已。如果这个理论是错误的，

那该怎么办？

当芝加哥大学布斯商学院向顶级学者询问他们对现代货币理论主张的看法时，意见分为两派，28%的人表示不同意，而72%的人表示强烈反对。（来源同上）

被忽视的国债

我记得在我年轻的时候，曾有过一场有关各国是否可以永久地负债的激烈辩论。最近，这样的疑问都被遗忘了，现在几乎所有国家都是债务人。主要问题变成了是否存在过高的债务水平。不过，多亏现代货币理论的出现，现在有一种观点认为根本不存在债务过高一说。

以下内容依然摘自《纽约时报》对现代货币理论的介绍：

凯尔顿女士表示：“国债，是用于国内经济体上但却没有通过税收形式收回的所有支出资金历史记录，这些资金只是暂时以国库券的形式保存。”

换言之，国债只是政府所有成就的一个标记。

我无法证明现代货币理论是错误的，但我也不认为它可以成为主流经济法则。这个理论有缺陷吗？我认为在上述的长段引文中间可能就隐藏着一个缺陷，即关于“一个控制自身货币的国家”的表述。我并不是很理解凯尔顿女士这句话的意思，它可能是指一个不必担心其货币贬值，想印多少钱就可以印多少，因此总能无限发行债务和为债务进行再融资的国家。

如今，美元是世界的储备货币，目前没有任何明显迹象显示有其他货币可以取而代之。此外，由于美国国债是所有主要国债中最安全的，市场对其拥有无限的需求，因此美国直接从中受益。基于这些理由，扩大国债不是问题。和上述比喻的信用卡持卡人一样，由于信用额度没有限制，美国可以增加负债、在未付余额上累计应计利息。

如果这些条件发生变化，会发生什么？是否会达到某个临界点，发现债务如此之多，以致于人们开始质疑美国的信誉和偿还借款的能力？在这种情况下，债权人将要求提高利率，这意味着如果不进行大规模印钞，就可能无法偿还债务和

利息，而大规模印钞将导致美元贬值。那么，是否会导致偿还美国债务（贬值的美元计价）所需的购买力，将变得无法承受之重？

就这些问题，我请教了我的朋友兰迪·克罗斯纳，他是美国联邦储备委员会前成员，现任芝加哥大学布斯商学院的副院长。他的答复如下：

我认为，日本过去三十年和美国过去十年的事实已经表明（并将继续表明），拥有高可信度机构的国家，是可以承担比大多数人曾经认为的水平更高的债务，并且能够逃脱“债市义勇军”（bond-market vigilantes）的突袭。话虽如此，正如你所描述的那样，这种情况会使有关国家很容易受到情绪变化的影响。而这种“逃脱”持续太久，就会侵蚀有关机构的可信度。

话说回来，现代货币理论可能会奏效，而且事实可能会证明，大幅扩大国债规模是可行的，甚至是有利的。但我不会为此赌上身家。

经济强劲而没有通货膨胀——过去 60 年来，所谓的菲利普斯曲线被普遍接受（尽管没有被所有人接受），该曲线假设失业率与通货膨胀率之间存在反向关系。换言之，随着失业率下降和就业市场收紧，工人获得议价能力，雇主不得不争夺越来越少的可用工人。这导致工资上涨，进而导致通货膨胀上升。

自特朗普担任总统以来，美国失业率极低，目前处于 50 年以来最低水平。尽管如此，工资通货膨胀直到最近才出现，而且总体通货膨胀水平仍不高。

上文定义的菲利普斯曲线的关系可能与过去的定义不同，这是因为：

- 由于美国劳动力参与率（就业或找工作的成年人所占百分比）处于 40 多年以来的最低水平，因此相对于失业率（没有工作并且正在寻找工作的成年人所占百分比），考虑非就业率（不工作的成人所占百分比）可能更有意义。按照前者的衡量标准，劳动力市场并不是那么紧张。
- 现在和未来的结构性通货膨胀水平可能比过去更低，从而改变了其与劳动力市场条件的关系。自动化、制造业向低成本国家的迁移以及数字时代的免费/廉价产品的盛行可能有助于解释今天异常低的通胀率。对于其中第三项，代表性的例子包括照片、手机通话、信息（短信和电子邮件与电报和传真对比）和书籍的近期价格趋势。
- 另一方面，以上所列各项的价格下降趋势可能会告一段落，通货膨胀与失业率之间更传统的关系可能得到恢复。

过度通货膨胀会造成一系列严重的经济和社会问题，通常需要央行通过加息来降温，但这会抑制经济和就业增长。同样，通货膨胀上升可能会导致投资者要求提高债券和贷款的利率，以弥补损失购买力的风险。这可能使借款人更难以偿还债务，导致违约率上升，并打击投资者承担风险和提供融资的积极性。另一方面，通货膨胀率存在一个理想的水平，在该水平上，工人的工资会上涨，美国就可以用购买力下降的美元来偿付未偿还的债务。如今，该理想水平约为 2%，尽管失业率较低，但政治决策者仍担心实际上无法达到该理想水平。

通货膨胀上升可被视为推动经济复苏周期结束的潜在因素。尽管就业市场趋紧，但到目前为止通货膨胀还未出现上升趋势。菲利普斯曲线关系是永久“失效”，还是即将会出现通货膨胀？谁知道呢？

我会用“神秘莫测”来描绘通货膨胀。很少有人知道通货膨胀是如何开始的，在 20 世纪 70 年代和 80 年代初，美国通货膨胀率高达 15% 左右，直至保罗·沃克成为美联储主席之前，没人知道该如何停止通货膨胀上涨的趋势。为何如今的通货膨胀水平如此低，以及未来通货膨胀是否会上升，这些都神秘莫测。但我不敢保证几年后这个数字是否还会低于 2%。

持续低利率

牛市的另一个助推器是“较长时间保持较低利率”。如果利率保持较低水平，就会刺激经济增长，违约率极低，投资者鼓励进行高风险行为，融资变得更加容易。但与通常情况相反的是，到目前为止，美国经济的强劲势头并未导致利率上升。

自 2015 年底以来，美联储已经加息九次，将短期联邦基金利率从零左右上调到 2¼% 至 2½% 的区间，并在 2018 年底表示会进一步加息。但在今年 1 月份，为了应对 2018 年第四季度出现经济疲软而产生的忧虑，美联储改变其战略方针，宣布暂时将不再加息。而 10 年期美国国库券收益率在去年 10 月初达到 3¼%，恰逢（并可能导致）股市第四季度开始陷入低迷之际，低利率前景在今天的反弹中发挥了重要作用。

回顾 2007 年年中时，我认为当时的实体经济环境与目前非常类似，当时联邦基金利率和 10 年期国库券收益率均为 5¼%。然而，如今的联邦基金利率和 10 年期国库券收益率均低于 2½%，美联储认为利率水平为“中等”：既未低至足以刺激经济发展，亦未高至足以制约经济发展。不过，我认为 2007 年的

利率水平为“中等”——但怎么可能两个利率都处于中等水平呢？

美联储将会维持低利率吗？如果通货膨胀上升，美联储能否维持低利率？美联储会否将利率维持在如此低的水平，以至于未来如果需要刺激时几乎没有下调空间？如果赤字和债务增长速度高于国内生产总值，难道不会给利率带来上行压力？或者，如果美联储像很多人现在所认为的那样开始降息，市场会因刺激措施而上涨，还是会因降息所针对的经济问题而下跌？当然，这些答案无人知晓。

收益曲线倒挂，市场泰然处之

在过去几年，我们听到很多有关收益率曲线倒挂时风险会有多大的舆论。

收益率曲线通常是向上倾斜，这意味着贷款期限越长贷款人则要求更高的利率，作为对不确定因素增加的补偿。其中一个不确定因素尤其是，贷款发放至还款期限间货币购买力可能下降。但有时长期利率却低于短期利率，曲线因此被称为“倒挂”。近几个月来，曲线异常平缓，而如今实际上已出现倒挂。

由于大多数曲线倒挂时期与经济衰退有关，这种情况被认为是负面信息。在这方面，《金融时报》6月1日指出，“在美国50年来每次出现经济衰退之前，收益率曲线都已‘倒挂’”。但值得注意的是，这不等同于每次倒挂都会伴随着经济衰退。人们应该关注的不是倒挂和经济衰退通常会相伴相随，而是这种特殊倒挂现象的本质原因。了解后者可能有助于投资者感知这是否暗示着会出现经济衰退，从而避免出现“误诊”。

对于曲线倒挂现象的解释并不总是清晰的，因为利率正如同通货膨胀一样神秘莫测。今天我要说的是，收益率曲线倒挂可能是由于美联储在上调短期利率的同时，还发生了如下情况：第一、投资长期债务时仍有资本盈余，因此对长期利率造成下行压力；以及第二、信息时代对资本投资的依赖程度较低，因此对长期债务资本的需求减少。另一个可能导致长期收益率降低的原因是整体投资者的担忧加剧，从而导致投资者纷纷转向投资作为安全资产的美美国债。当债券需求上升时，卖方可要求买方支付更高价格，从而导致收益率下降。

我无法完全理解为何收益率曲线倒挂就一定是负面消息，但支持这一观点的人们对此深信不疑。我只不过无法证明事实并非如此。一种可能的后果是对银行盈利能力产生威胁：收益率曲线倒挂剥夺了银行借入短期资金并贷出长期资金来赚钱的能力。

无盈利的成功

从历史上看，企业之所以被认为是有价值的，主要是因为它们产生利润的能力：即便不能马上盈利，至少有在可预见的未来内预期能产生利润。于是，在 20 世纪 90 年代末的科技传媒及电信行业的泡沫中，出现了这样的观点：即使未来几年没有盈利，也可以是很优秀且有价值的企业。如今，无盈利的企业再次广受追捧，有时估值高达数百亿美元。

科技和风险投资者在过去十年收获颇丰。因此，投资者对科技公司十分感兴趣，比如像 Uber 和 Lyft 等正在应用科技实现新商业模式的科技企业；投资者愿意为这些企业在未来盈利的可能性支付高昂价格，即使这样的未来十分遥远。其实这没有什么不妥，只要盈利的可能性的确存在，且并无过高估值或估价。在我看来，问题在于，企业未盈利并不会影响投资者对其的偏爱；也就是说，当投资者对科技公司数年之后才开始可能出现的预测盈利的估值等于甚至高于对普通企业目前盈利的估值时，投资这些科技公司可能是一个巨大的错误。

如今，很多投资者并未亲眼目睹 2000 年互联网泡沫的破裂，当时大量被一度盲目追捧的互联网和电子商务公司最终变得一文不值。20 世纪 90 年代末，风险投资基金的年回报率达到了三位数，但 2000 年左右成立的基金表现非常糟糕；而且当时还有人开始问我，风险投资是否属于一种正规的资产类别。

如今，部分科技企业和风险投资再次取得相当不错的业绩，而对它们的质疑似乎也已烟消云散。然而，在投资中，正确的估值往往介于无限价值和毫无价值这两个极端之间。目前来看，投资者情绪似乎更加乐观，但要永远保持乐观是不太可能的。

成长型投资表现永远卓越

由于注重未来前景的“成长型投资”长期以来一直非常成功，而且表现远优于“价值型投资”，因此很多人问我这种成功到底有没有尽头。特别是，价值型投资被比作已不时兴的“雪茄烟蒂”投资流派，即只因为资产价格低，投资者不考虑其质量如何就购买。价值型投资的批评者认为，由于通常与成长股相关的领先科技水平对于当今世界的成功发展至关重要，因此旧经济体下的传统企业未来不太可能成为市场的领先企业。

我的答案很简单：“价格低”和“花的值”是截然不同的两个概念，追求低价高于一切的人很容易落入“价值陷阱”。不过，旧经济体下的传统企业在未来的确

不大可能实现快速增长，也不大可能像以往那样从保护它们的“护城河”中享受同样多的益处。

同时，还可能还存在这样的情况：鉴于如今能轻易地搜寻所需证券的信息，投资者现在想要找到流动资产或盈利能力暂未被广泛认可而因此被低估的“价值型”企业可能比过去更难。由于最佳回报来自于收购那些市场尚未发现其优点的投资标的，因此，在人人可以轻松获得数据的情况下，价值投资者更难以脱颖而出。

但另一方面，拥有更好的技术、更佳的盈利前景以及成为行业颠覆者（而非被颠覆）能力的企业，其价值并不是无限大的。因此，尽管他们在商业上取得成功，但作为投资标的，他们也有可能被定价过高且变为高风险投资；比如 1968 至 1973 年的漂亮 50 股票就是这样的情况。我仍然相信，最终，在现代受追捧的企业估值被抬高之后，届时缺乏相同优势的企业的估值将变得相对便宜，从而能够成为更好的投资标的。我们可以参见 2000 至 2002 年的价值型投资与成长型投资表现的对比。

自然而然，在经济增长和市场乐观时期，投资者乐于购买潜力股，因此前景光明的公司的股票很可能会表现更好。在当下具有有形价值的企业，其股票在市场低迷时期可能会表现得更好，因为这些股票以前不受重视，估值较低，而且支持其股价背后的逻辑并不只是来源于市场推测和投资者信念。因此，要想价值股重新受到青睐需要假以时日，等到现代的“市场领跑者”光环褪去，这种情况可能出现在市场回调时期（比如 2018 年第四季度）。但这个时间终会到来。

结论

上文提出的所有理论有何共同点？很简单：他们都很乐观。每一种理论都在解释为何未来会一帆风顺，而同样的情况在过往却并不没有实现的如此顺利。

近年来，美国同时经历了经济增长、低通货膨胀、财政赤字和债务的不断扩大、低利率和金融市场的不断上升。必须要认识到的一点是，这些情况本质上并不相容。历史上，这些情况通常不会并存，因此假设它们未来持续共存是不明智的。

上文讨论的许多观点表明，我们正处在一个所谓的“金发女孩”环境中：经济状况即不太热也不太冷。

- 经济增长不会强劲到导致通货膨胀过高，也不会疲软到导致经济衰退。
- 通货膨胀不会低到使经济停滞不前，也不会高到导致生活成本增加到难以承受的地步，而需要紧缩性的利率上调来进行降温。

过去，人们曾多次相信此理想状态会永远持续下去，但实际上却从未发生过。也许这一次真的会发生，毕竟在理想状态真正结束之前，没人能够证明它不会永远持续下去。但是，市场普遍认为该理想状态永远持续下去的情况表明，目前的投资环境中充斥着乐观情绪。

我们密切关注“这次不一样”这一普遍观点，因为我们想知道市场上涨是否受到看涨情绪、乐观情绪、高风险接受度和低警惕情绪的影响。在其他条件相同的情况下，这些因素会导致资产价格相对高于内在价值，并令投资人承受当这些情绪出现转变时，资产价格下跌所带来的负面影响。

我在 2016 年 2 月撰写的《带投资者去看心理医生》备忘录中曾写道：

这是一件很疯狂的事情：在现实世界中，人们对某件事的看法通常是“挺好”或“一般”。但在投资中，他们经常在“绝对完美”与“毫无希望”的观点中摇摆。投资者的情绪会经常从钟摆的一个极端摆向另一个极端，几乎从不停留在“理想中立”的位置，甚至很少处于合理区间。

“这次不一样”和看涨观点总是相伴相随，这表明市场环境被视为“绝对完美”。一旦这种看法摇摆到“毫无希望”，随即而来的后果对投资者而言将会十分痛苦。

当然，没有人能证明上文讨论的九个主张无法成立。经济学和市场不像物理一般受亘古不变的规律所限，也没有结构图显示其如何运作。因此，我想像往常一样明确指出，以上观点既不是出自经济学家、也不是出自认为熟知经济和货币机制人士。但说实话，谁又能真正完全了解呢？

就像邓普顿先生所说的，有时候情况真的不一样。我敢打赌，在科技和数字商业模式等领域，出现不同情况的机率会比邓普顿先生所说的 20%还要多。当然，当今世界与过去大不相同。正如我曾说过，40 年前大家认为世界已经稳定，变化会非常有限，仅在科技进步、流行风尚和政治改革等领域有所变化。如今，认为世界一成不变观念已经过时了：世界每时每刻都在变化，任何跟不上变化的人都会被时代抛弃。技术实力是成功的前提条件，每一家缺乏技术实力的企业甚至行业，都很容易被拥有技术实力的竞争者颠覆。

我承认,在我人生的这个阶段,我可能无法完全捕捉决定未来的种种驱动力。在今天这个时代,当科技股正处于牛市中段时,我想起我年轻时读过的一本1967年的经典著作《金钱游戏》。在该书中,作者亚当史密斯介绍了一位资深经纪人格利特菲尔德先生,他尽管受到人到中年而有的牵制,但仍在新科技股中大发其财。当被问及他成功的原因时,他将作者史密斯介绍给他的交易员:

“老兄,”菲尔德先生在电话里说道,“我们的问题是,对于这个市场来说我们现在太老了。这个市场上最出色的玩家都还没过29岁生日呢。”

“我对当前市场的解决方案是,”菲尔德先生说道。“要年轻人。这是年轻人的市场。这是Billy、Johnny和Sheldon年轻人们的市场。”

“看到了吗?看到了吗?”Great Winfield说道:“时光流转!新的生涯不短产生!真是不可思议!就如同我的儿子一样!这都是我的孩子们!我的年轻人们!”

诚然,菲尔德先生久经沙场,并通晓真相。因此他继续说道:

“我的孩子们的强项是,他们太年轻了,记不住任何负面经历。他们赚了那么多钱,觉得自己所向披靡。不过现在你我都知道,总有一天乐队会停止演奏,风会从破碎的窗玻璃中呼啸而过”

最后,我将重提一个任何希望成功投资的人都绕不开的概念,即牛市的三个阶段:

- 第一阶段,此时只有少数目光长远的人开始相信情况会好转;
- 第二阶段,此时大多数投资者意识到实际情况正在改善;
- 第三阶段,此时所有人都认为情况永远只会越来越好。

显然,在第一阶段,当市场缺乏乐观情绪、资产价格较低的时期,入市的少数人可以折价购得高质量资产。但在最后阶段入市的人,出于相信市场上只会有好消息的乐观情绪,可能会犯下大错。上文提到的九种说法都只是“情况只会正面发展,永远越来越好”的不同说法。如果这些观点是目前指导投资者中的主流思想,那他们恰恰应当为我们敲响警钟。

市场充斥恐惧和绝望情绪的时候，是作出最佳投资的机会。当投资者乐于用“这次不一样”这句话而草率忽略历史所设限制时，作出优秀的投资的机会微乎其微。最后，我想用马克·吐温的名言来提醒投资者：“历史不会重演，但总是惊人的相似。”当然，投资者必须要紧随当前的以及决定未来的事态发展的新兴驱动力，但同样重要的是，以史为鉴。

写于 2019 年 6 月 12 日

2019/10/17 神秘

大多数时候，我的备忘录源于这个世界发生的某件有趣的事情，或者我遇到的一系列的事件，让我认为可以放在一起讨论。这次的备忘录有些不同往常，它是源于一个请求。

有一天，我的同事伊恩沙匹罗 (Ian Schapiro) 建议我对负利率的话题写个备忘录。我立刻坚决地回答：“我做不到。我对此一无所知。”然后我意识到这就是关键，没人懂这个问题。伊恩觉得我可以做点什么，所以我来试看看。我一直就这个话题搜集资料，而伊恩的催促让我开始这个工作。

好一段时间了，我一直把通货膨胀（以及通货紧缩）与“神秘的”一词联系在一起。是什么引起快速的通货膨胀？通货膨胀如何停止？经济学家为每一次的通货膨胀提供了解释和处方，但是在下一次经常就不适用了。

这让我们想到负利率的问题。我觉得这个问题也很神秘。我们知道负利率是什么，就如我们知道通货膨胀和通货紧缩是什么，但无法改变一个事实，就是我们不能确信为什么负利率如此盛行，会持续多久，什么原因会使得负利率转成正利率，负利率的后果，或者是否他们会到达美国。

不，我要付钱给你！

在历史上，借款人要向放款人支付利息，然而在 2014 年，欧洲央行提供了 -0.10% 的信贷便利 (credit facility) 利率。在全球金融危机的复苏之中，利率在最近的历史上首次为负，意味着一些放款人支付借款人利率，为了让借款人来向他们借钱。

我在 2014 年第一次经历了负利率，那时候我在西班牙做一笔投资。汇款截止日为周一，我在上一个周三的时候把钱汇过去，以保证赶上截止日。我的西班牙律师和我产生以下对话：

卡洛斯：钱汇到了，这笔钱在周一之前要怎么处理？

霍华德·马克斯：放银行。

卡洛斯：你知道这意味着你周一的时候取出来的钱会变少。

霍华德·马克斯：好的，那不要放在银行。

卡洛斯：你必须放在银行。

霍华德·马克斯：那还是放银行吧。

情况就是这样。钱不能存在空气中，你必须放在某个地方。你不能把你的钱全部放在钱包里或者床垫下。很大一部分钱不得不放在银行。在欧洲无论是当时还是现在，把钱放银行都意味着你取出的钱少于你存入的钱。

我必须承认我并没有感到惊讶。橡树资本和我在 2005-06 年的时候变得非常谨慎，结果我的钱，如果不是放在橡树资本的基金里，就全部放在美国债券的“阶梯组合”里。（我把钱等分，分别用来购买 1 年、2 年、3 年、4 年、5 年、6 年到期的债券。当最近一个债券到期，把它延展成期限最长的债券。这是一个人能做的最简单的投资。）

那个时候我的债券组合的收益率为 5-6%。我很高兴，最安全的投资、完全的流动性、不错的收益。但是 2007 年，美联储开始削减利率以拯救经济，避免陷入次贷危机。在 2008 年底，有一天我的银行经理打电话给我：“6% 利率的债券到期了，你可以按照 5/8 的利率来续购。”我说：“多少加上 5/8？”“不是的，”他说，“就只有 5/8。”

世界在那时候已经变了。直到全球金融危机之前，我们可以在钱存在政府，得到不错的收益。但现在我的反应是，“由于金融世界恐慌程度，也许现在人们认为把钱存银行的同时，向银行支付利息，会更安全。”

在 2008-14 年期间，欧洲经历了全球金融危机，欧洲债务危机（担心欧洲南方一些国家违约），商品原料价格快速上涨。作为回应，欧洲央行和一些非欧洲国家采用了负利率。运作过程是这样的：

商业银行在央行如美联储或者欧洲央行的超额准备一般都是有息的。负利率政策要求商业银行为超额准备付息，这种惩罚的目的是为了让商业银行把钱放贷出去，推动经济增长。（《纽约时报》，9 月 9 日）

如上所述，央行决定短期基准利率（也叫政策利率），这是利率曲线的起源，其他类型的短期债券和长期工具的利率/回报率，将与基准利率保持一定的逻辑关系。最终，银行储备的负利率反映在债券的负利率上。（注：大多数时候，当今的负利率只适用于大额存款，小额的存款人被放过了。）

现在，大量的债券，绝大多数是欧洲和日本的政府债券，提供到期时利率为负的收益，这包括欧洲 2/3 的债券和全世界 30% 的投资级债券。少数公司债券也是负利率，甚至有一些叫做负利率的高收益债券（一种极端的矛盾）。

进一步，在 9 月 4 日的时候彭博社指出负利率的盛行：

全世界的债券名义收益率为负的超过 17 万亿美元，当我们把通货膨胀考虑在内的话，这个数字达到 35.7 万亿美元。在美国，超过 9 万亿美元的国家政府债券收益率低于 CPI。

对于负利率的工具，你今天用来购买债券的钱超过了到期时你会收到的本金以及你在这期间收到的利息。也就是如果你购买了收益率为负数的债券，并持有到到期日，你一定会亏钱。这种情况下，为什么有人想购买负收益的债券？这里有几个理由：

1. 对于未来的恐惧（包括衰退、市场下滑、信用危机或者利率在未来进一步下跌，或其他因素）使得投资者争着躲在安全的地方，他们选择锁定确定但有限的损失。
2. 相信负利率会进一步下滑，给了持有者盈利的机会，因为这意味着债券价格会上升（就如同任何时候利率下降使得债券价格上升一样）。
3. 预期通货紧缩，到时候收到的本金的实际购买力会提升。
4. 预期债券对应的货币会升值，且升值幅度超过负利率的利率。

负利率的概念很简单。就是传统利率的相反，在传统利率中是放款人从借款人那里取得利息。一般来说，利率是两个变量的函数：（1）货币的时间价值；（2）货币购买力的预期变化（也就是通货膨胀或通货紧缩的预期）。（当然，利率还应该包含风险溢价来补偿蕴含的信用风险）。如果放款人想要获得 2% 的年真实回报来补偿货币的时间价值，同时预期接下来 5 年的年通胀率为 2%，那一个 5 年期国债的收益率应该是 4%。但如果放款人预期每年 3% 的通货紧缩率，那国债理论上的收益率为 -1%。

当前在欧洲和日本的负利率在告诉我们接下来会有通货紧缩吗？或者是放款人改变了他们对于货币时间价值的看法？或者负利率仅仅是因为政府和央行想要负利率？

负利率的原因

这里是一些负利率的原因，有些是我想出来的，有些是我读到的，有些是我的朋友们的观点：

1. 明显的一个原因：欧洲和日本央行想要负利率来刺激经济。（他们想要提供比已经提供的接近于 0 的利率更多的刺激，因为仅仅是接近于 0 的利率不能达到目的）
2. “全世界的央行都赶在美联储之前削减利率，以通过弱货币来支持他们的经济。”（《华尔街日报》，8 月 12 日）
3. 为了实现持续的量化宽松，央行持续购买债券，推动了长期债券的价格，使得收益率降到了 0 以下。
4. 量化宽松意味着央行让金融系统拥有充足用来投资的资金。由于借款人对于长期资本没有太多的需求，他们不愿意付钱来使用这些资金。因此资金的持有者（银行）要求存款人支付一定的费用。
5. 恐惧的投资者没有兴趣进行投资，他们认为投资意味着对自己国家的经济和公司押注，他们更不想借钱来投资。
6. 当前虚弱的经济强化了投资者的悲观情绪。担心未来经济进一步走弱，强化了投资者把钱存在安全的地方的愿望。
7. 在系统当中有如此多的钱，供给超过了需求，驱动金钱的价格，也就是利率，下降到 0 以下。“在当前的全球经济，私人投资需求显然无法吸收掉私人储蓄。”（Lawrence Summers,《金融时报》，10 月 12 日）
8. 不利的人口结构趋势意味着央行维持正利率就会妨碍经济的成长。
9. 不存在通货膨胀意味着投资者不需要要求购买力损失的补偿。神奇的技术也许会让消费品更加便宜甚至免费，阻止了通货膨胀。
10. 对于通货紧缩的恐惧增加了投资负利率债券的愿望。
11. “新兴的商业模式，更多是关于无形资产，降低了经济的资本需求。”（Grant's Interest Rate Observer, 7 月 26 日）这降低了长期借款的需求。
12. 某些监管要求金融机构投资于本国的主权债券，无论他们提供的利率高低（或者正负）。这人为地提高了这些债券的需求和价格。

每个人对于上述清单都有自己的选择。每个人都不一样，包括“专家们”。有些人认为我们的负利率是因为央行想要负利率，有人认为是负利率是在市场上形成的，有的人认为都有影响。“利率是自发下降，还是被推下去的？”Grant's 提出这样的问题。由于上面纷繁复杂的理由，没有人应该觉得负利率的原因被充分理解了。

负利率的影响

有句格言，据说是爱因斯坦说的，与这个谈论相关。

“复利是世界上的第八大奇迹。理解复利的人，会赚到大钱；不理解的人，会付出代价。”（RateCity）

复利的情况下，投资人不取出赚取的利息，他不只可以赚到本金每年的利息（也就是单利），而且每一年还可以赚到他在前一年赚到的利息产生的利息。这样在长期来看，本金可以大量的增长。（投资 20 年，10% 利率，投资 100 美元，如果是单利，可以变成 300 美元，如果是复利，可以变成 673 美元。）多神奇！

但是存在一个问题。复利的奇迹在负利率的情况下起到相反的作用，使得爱因斯坦对于复利好处的评价是错误的。谁想要在负利率的情况下再投资？而且负利率的情况下哪里来的利息让你再投资？

负利率不只使得爱因斯坦的观察失效了，而且使得很多常见的过程翻转了。这里有几个例子：

1. 负利率让你的生活在没有其他的选项的情况下更加艰难。许多投资者不想要负利率。这使得他们选择风险投资，即使这类投资在过去的预期回报率很低。这种情况下，风险厌恶下降了。“我没有其他选择，只能购买风险资产，因为我无法接受安全资产给我带来负回报。”
 - a) 有明显的证据这正发生在机构投资者上。养老金涌向任何承诺打败零息债券的资产，使得权益类资产、垃圾债券、房地产、私募股权以及各种难以理解的投资领域的估值上升，使得这些资产对于任何形式的震动都极为脆弱。（《金融时报》，8 月 5 日）
 - b) 你要看证据？就说今年七月初，意大利发行 30 亿欧元的主权债务，到期日为 2067 年（！），因为收益率是“诱人的”2.877%，有超过 6 倍的超额认购。那时的意大利在投资人眼中简直是个金矿，其 10 年期债券收益率高出德国 10 年期债券 215 个基点，也就是 1.78% 对比 -0.37%。
2. 没有理由为了获取“浮存金”，放慢支付的速度。
 - a) 在过去的时候，人们尽可能推迟支付账单的时间，选择把钱放在银

- 行，尽可能多赚取利息。在负利率的情况下他们选择早点还钱。
- b) 许多保险公司在过去赚钱主要是因为他们在承保时先收到保费，在几年后发生索赔时再支付。但现在的情况变成了你收到的保费在支付索赔之前都要产生利息。
 3. 同样的，没有必要尽快收回应收款。过去供应商会为客户尽快付款提供折扣，现在供应商可能说，“你把钱收着，我宁愿你 6 个月后再付钱。”
 4. 负利率给了人们压力，例如退休人员，他们依靠他们的投资收入来维持生活。
 5. 很重要的，负利率传递的悲观信号可能意味着他们起到紧缩，而非刺激的效果。
 - a) 研究结果认为日本的负利率政策可能有不良反应，在实际上降低了人们的通货膨胀预期，而不是如他们希望的去强化通货膨胀的预期。（《纽约时报》，9 月 11 日）
 - b) 上周，习惯说大实话的 ING 的老板拉尔夫汉姆 (Ralph Hamers)，直接说欧洲央行让利率进一步下行的计划非常白痴。他说：“负利率的环境使得消费者不确定他们所处的金融环境，他们会进行更多的储蓄，而不是减少储蓄。”
 - c) 汉姆先生说的有道理。低利率并没有让人们更多借款和消费，数据显示担忧的欧元区消费者倾向于储蓄。欧盟统计局报告显示欧元区家庭储蓄率达到了 5 年来的新高，接近 13%。（《金融时报》，8 月 5 日）
 6. 如果小额储蓄者的利率也为负数，这将造成一方面对这些小额储蓄者的储蓄惩罚，另一方面有利于可以通过股票价格上涨赚钱的“精英”。除了产生经济上的影响，对于民粹主义的而影响也可能巨大。
 7. 负利率将扭曲浮动利率的金融产品的运行。放款人和储蓄者在过去可能很高兴地赚取基于欧元银行间同业拆解利率 (Euribor) 上的利率价差。但现在下降为负值的 Euribor，使得放贷和存款利率随着时间的推移越来越低于他们的预期。
 8. 负利率的美国国债将损害如社保基金 (只允许投资国债)，加速社保基金把钱用光。
 9. 负利率会扭曲折现后现值的计算。特别是当折现率为负数的时候，未来退休金负债 (pension obligations) 的现值将超过未来价值。一方面你当前有很高的退休金负债，另一方面你的投资收益率很低，对于退休基金的资金状况将是灾难性的。银行盈利能力也受到影响，向借款人收取负利率将损害银行所依赖的放贷收益，使得整个国家的银行系统面临大逆转，目前已经有些银行需要以负利率提供抵押贷款。“在负利率的环境，银行放贷和持有债券都需要支付成本，换句话说银行因为提供信用而受到惩罚。” (Jim Bianco, 彭博社, 9 月 3 日) “欧洲银行在

惨叫，因为他们一方面放贷利率如此之低，另一方面他们又不愿意把负利率传递到储蓄者身上。”（《金融时报》，8月5日）大银行可以向公司和高净值储蓄者支付负利率。但如我之前提到的，目前为止零售银行没有把负利率传递给小额储蓄者。这样做会使得小额储蓄者离开银行系统，减少银行系统一个传统的储蓄来源。

10. 公司债券为负利率的话会是怎样场景？对于持有大量现金的公司，以及有大量负债的公司，市场要如何估值？传统来看，市场惩罚高杠杆公司，奖励现金丰富的公司。但如果持有负利率的负债成为公司收入的一个来源，高杠杆公司是不是更加可靠？相反的，对于一家公司因为持有大量现金而必须为在银行进行存款而支付利息的公司，市场会如何估值？
11. 金融模型和算法在本质上是寻找背离历史关系的投资机会并以此获利，可能不再像过去那样有效，因为历史已经彻底改变（历史都基于正的利率）。
 - a) 诺贝尔奖授予了提出如有效边界、资本资产定价模型和布莱克-舒尔斯期权定价模型的经济学家。但是当在这些模型当中使用负利率作为无风险利率，公允价值将变成无限大。无数的证券和衍生品估值取决于这些模型。（Jim Bianco，出处同上文）

我们不能确定负利率会推动经济增长（或相比低利率产生更多的增长）。第一，这需要“假如...会怎么样...”的假设，这很难回答：假如不采用负利率的话，欧洲和日本现在是否会增长地更快？第二，你看他们现在的增长情况，没办法说负利率的效果很好。负利率是否刺激了需求？还是说，负利率是在“推绳子”，难以说服悲观的消费者去消费？

在金融的世界，我们大多数的行为都是基于未来会跟过去很像的假设。正利率以及对复利的渴望是历史最基础的基石。

如果负利率在全球变得更加普遍，金融系统需要基于一套新的假设。问题是我们还不知道应该是怎样的假设以及影响。（Jim Bianco，出处同上文）

至少我们可以这样说，负利率意味着不确定的增加，因此我们必须如履薄冰。我们对过去事情如何运作的理解，在利率为负的环境下，我们增加了更多的未知。

美国会出现负利率吗？

如我们上面所说的，大多数当前的负利率债券是在欧洲和日本发行。我们面临一个大问题：是否会在美国看到负利率？

这个问题让我马上做出在伊恩建议我写这个备忘录时一样的反应：没有人知道，我肯定不知道。一个事情从未发生过的情况下，你不可能知道结局会怎样。不同的人会对这个话题表达他们的意见，带着不同程度的信心。但是我确定他们没有一个人真正“知道”。

如果让我猜一下，我最多也只能是猜了，我会说美国在当前的周期不会实行负利率。美国市场上的相关因素使得负利率可能性比较小：

1. 当前更强的经济增长；
2. 更好的成长预期；
3. 因此我们不需要紧急的措施；
4. 更高的通货膨胀预期（特别是人力供给的短缺）；
5. 没那么悲观；
6. 长期资产有更好的用途。

所以我不认为美国当前的情况会需要负利率。但这并不意味着不可能。当你表达一个意见的时候，真正的问题是你可以押上大注，还是只是小赌怡情。对于负利率有没有可能在美国发生，我可以拿 60 美元来从你身上赢 50 美元。但这并不意味着我信心十足。

特别是，我在思考货币刺激的做法。由于最近两次降息（可能接下来还有另一次降息），美联储现在的利率低于 2%。然而当前大多数的经济刺激项目都采用了降息。所以在未来也很可能，美联储对于经济走弱的做法就是把利率降为负数。

而且当前美国制造业的下滑，加上美中升级的贸易对抗的打打停停，提高了衰退的可能性，使得削减利率刺激经济的需要成为一种可能。

有些人认为对于高安全性资产的需求，以及负面的人口趋势也适用于美国，因此美国债券收益率可能下跌到 0 以下。

最后，国外的负利率强化了外国投资者对美元的需求，这样他们可以投资于美国正收益的资产，引起美元升值。这样美联储可能必须降低利率以保证美国出口产品不会因为强势美元而受损，其他国家的出口竞争力增加而我们的经济被弱化。美联储可以维持利率高于其他国家多长时间呢？

也许要我重新考虑下我关于美国会保持正利率的 6 比 5 的赌注了。

那我们可以做什么？

我相信没有一个人可以绝对地说，在这样史无前例的复杂的环境中应该如何处理“神秘的”负利率。但是《金融时报》在 8 月 5 日的一个想法似乎很合理：

花 1000 瑞士法郎，一个瑞士私人银行会给你提供 1 立方米的空
间来储存贵重物品。这个空间应该可以放下 10 亿瑞士法郎的现金。这
个费用相比在 0.75% 的负利率产生 750 万瑞士法郎的费用明显划算。

如果你不想这么做，那你还可以：把风险曲线往外移，争取在低利率或负利率的安全资产之外取得更高的回报，但千万小心。

把风险曲线往外移意味着什么？基本上这意味着追求更高的回报，同时接收相应不确定性的增加。（如果可以获取更高的回报的同时，不确定性没相应增加，这个增加的回报相当于免费的午餐，大多数时间并不存在。）

在如上述描述的世界里，可能最可靠的方案是购买能够产生持续现金流的东西。债券、贷款、股票、房地产，以及可能产生稳定盈利（最好可以成长）和分配的公司，这些投资标的可以在你付出的价格上产生可观的回报，是负利率时代你应该做的选择。在我看来，持续性和可靠性是最重要的。这是橡树资本一直追求的。

尽管这好像不需要多说，但挑战在于准确预测现金流的可靠性和成长性，确定你支付的价格可以产生一个好的回报。

在当前的市场环境下，确定性高的资产，报价也非常高，投资者经常愿意预期一个长期的成长。

同时，由于经济和市场的运行规则与过去有诸多的不同，包括一些我上面提到的变化，准确的预测比以往都更加困难。这部分也说明了为什么，投资在理论上很简单，但是在实践中却不容易，特别是在今天。

写于 2019 年 10 月 17 日

2020/01/13 博弈

就像我在之前的备忘录曾经提到过的，我对 1963 年作为沃顿商学院新生时所读的第一本书至今仍记忆犹新。那本书的书名是《在不确定性中作决策：石油和天然气运营商的钻井决策》，作者是杰克逊·格雷森(C. Jackson Grayson, Jr.)，他曾于 1971 年在尼克松政府中担任物价委员会主席并协助政府控制通胀。

格雷森的这本书给我最大、最深远的启迪——也是我大学里学到的第一课，就是我们无法从结果出发分辨一个决策的好坏。这个启示对于当时 17 岁的我影响极大，成为了我理解世界运作方式的第一块重要基石。

正如格雷森在书中所阐释的，人们可以根据自己的知识作出最佳决策，但决策的成败会受到以下两个因素的显著影响：（一）你可能缺少的相关信息；以及（二）运气或随机性。

由于这两个因素的存在，即使经过深思熟虑作出的决策也可能会失败，而糟糕的决策却又可能会取得成功。这看起来似乎有悖于常理，但最好的决策者不一定是那些成功次数最多的人，而是拥有最好的决策流程和判断力的人。两者可能相去甚远，而且如果决策次数有限，可能无法将他们区分开。

到了我人生的这个阶段（不论之前怎么样），一个人应该对自己的优缺点已经有了自知之明，并且能够相应地发挥自己的优势。以我来说，我的优点包括以下能力：

- 提出问题
- 能够有序地组织数据并权衡利弊
- 清楚什么是我不知道的
- 接受未来的结果是不可预测的
- 从概率角度思考未来
- 根据以上所有内容作出决策（当然未必总是正确的）

还有一个很重要的能力是，将格雷森关于决策质量的观点充分消化并为己所用（以及因此必须时不时地接受自己那些不成功的决策）。正是这些特质让我为投资职业生涯做好了准备……同时也让我在需要运气的游戏中找到了乐趣。

我的牌手生涯

尽管在之前的一些备忘录中或多或少地有所提及，但是棋牌在我生活中所占的比重可能超过您原本的估计。也许是因为投资和博彩之间存在非常多的相似之处，我所敬重的很多投资者都会玩二十一点、扑克或十五子棋。我来说说我过去的一些经历，您可能会有兴趣。

像我这个年龄的大多数人一样，我从小就喜欢玩“战争 (War)”和“抽乌龟 (Old Maid)”这样的纸牌游戏（当时没有视频可以看，也没有电子游戏可以玩，而我的父母认为电视对孩子不好，所以看电视也被严格限制）。

我最开始玩的“大人”游戏是从 12 岁左右开始玩的金拉米 (Ginrummy) 纸牌游戏。我经常和三个最亲密的伙伴一起不知疲倦地玩，逐渐形成了习惯。

这虽有点难以启齿，但在大学二年级的时候（1964-65 年），兄弟会的纸牌游戏占据了我的大部分时间。每个学期，我们在下午玩不同的纸牌游戏，包括金拉米、皮纳克尔 (pinochle)、克里比奇 (cribbage)、红心 (hearts)、赌场 (casino)、惠斯特牌 (bid whist)、黑桃 (spades) 和栋格 (tonk)（现在这些游戏很多已经过时了）。

大部分的晚上都会玩扑克 (poker)。（你一定会疑惑我是否还有时间学习，确实，那一年我都不记得真正有多少时间是花在学业上。）在升到高年级后，我终于端正态度认真学习，同时开始打正统桥牌。

下一个重要进阶是 1970-72 年，那时候我开始滑雪，在小屋中有人给我介绍了十五子棋 (backgammon)。尽管十五子棋可能会让非玩家觉得过于繁琐，但它像桥牌一样需要大量思考，同时通过不断地研究和实践可以显著提高技术。这点稍后再讨论。

可能有人知道，1980 年花旗银行将我调到了洛杉矶。这给我的人生带来的最大改变是，我认识了好友 Bruce Newberg，他极擅长把握博彩游戏中的筹码和运用策略（在投资时也是）。

过去 40 年里，我和 Bruce 在玩十五子棋和金拉米中度过了几千个小时的欢乐时光。这么多年，我们的结果可能是输赢各半，即使不是，赢家所获得的报酬每小时估计也只有几分钱。我们从中获得的都是快乐的时光。我们的座右铭是“唯一比输更糟糕的是不玩。”

我偶尔也喜欢去赌场，并趁机玩一下二十一点。在二十一点游戏中，玩家和庄家各发两张牌。玩家可以选择“要牌”或“过牌”：即从剩下的牌中再拿牌或拒绝拿牌。庄家则无从选择；他必须依据手中牌的总点数被动要牌（或被迫过牌）。最后谁的点数更接近而没有超过二十一点即为赢家。

每年有很多人走进赌场，在了二十一点游戏中输钱，却始终不知道赢牌的方法。相反的，他们指望运气和直觉，并声称他们打牌“只是为了好玩。”实际上玩家可以学着在二十一点游戏中采取多种方法（大部分是关于何时要牌或过牌）来提高胜算。这些方法已被整理成为所谓的“基本策略”。

除此之外，与大部分博彩游戏不同，在二十一点中，后面牌局的结果与前面牌局的结果并非毫无关联，而这正是进一步提高赢面的关键。

在二十一点游戏中，庄家会连续发几局牌，而不会将已经发过的牌放回洗牌器中。因此，已经发过的牌不会出现在将要发的牌中。如果你可以通过“算牌”记下前面的牌，你就可以知道后面可能出现的牌。但由于庄家的发牌器可装下六到八副牌，需要超常的技巧才可以记住前面已经出现过的牌。

Edward Thorp 曾就此写过一本权威著作——《打败庄家》。Ed 因为赢钱太多而被赌场禁入，不得不回归更“直接的”追求。他研究起了日本股票的认股权证，并开创了套利盈利法。我上一次见 Ed 时，他在新港滩过着悠闲的生活，即使没有西装革履和固定的办公时间，他依旧意气风发。

现在，我们说回十五子棋。在这个游戏中，两名玩家一人以顺时针方向、另一人以逆时针方向在棋盘上移动棋子，同时阻止对方前进，以成为第一个将全部棋子从棋盘上移走的玩家。

每位玩家能否向前移动棋子，是通过掷一对骰子的结果而决定。如果玩家不懂得掷骰子的概率，而是指望运气、直觉或自认为存在的天赋，那他将面临一场灾难。（事实上，十五子棋中最重要技能就包括知道掷骰子可能出现的结果的概率，并基于此采取行动。）

最近，由于 Bruce 对十五子棋的深入研究，我逐渐不再是他的对手，所以现在主要玩金拉米纸牌游戏。

在金拉米纸牌游戏中，每位玩家获发 10 张牌，并分别依次从剩下的牌中拿牌或跳过拿牌，玩家将手中的牌组成“牌组”：即三张或四张相同数字的牌（例如

三张 9) 或同花顺 (例如黑桃 4-5-6-7)。

在牌局中, 玩家可选择“过牌”(如果未组成牌组的牌面数字相加之和小于某个特定数值) 或尽力组成“金胡”(手中全部 10 张牌都能成牌组), 金胡将获得更多的分数, 除非对家先成功过牌或组成金胡。

在这里, 我想说句题外话: 当我与学生们交流时, 我经常说“在我看来, 投资最让我着迷的地方在于, 没有哪种投资方式是万能的, 也没有哪种策略能永远奏效。”举个例子, “这就好比金拉米纸牌游戏。有时主动过牌是最好的选择, 有时则应该为了组成金胡而继续玩。”

结果大家一脸茫然。毕竟现在很少有年轻人打牌了, 而听说过金拉米的人则更少。

另一个题外话。虽然并非有意为之, 但我的牌手生涯有以下两个特征:

- 首先, 我从未将这些博彩游戏作为专业学科进行严肃深入研究。毕竟如果我想工作, 我可以去办公室。
- 其次, 我只下小赌注。有些人想通过打牌大发横财, 有些人则享受大笔金额所带来的刺激。但我玩牌的乐趣从不会随着押注金额的加大而增加。我玩牌纯粹是为了娱乐并测试我的决策能力, 而不是赚大钱。

(例如: 大约在 1990 年, 我去探望 Ric Kayne, 他当时住在太浩湖, 他对我说: “今晚我带你去赌场, 让你成为真正的男子汉。我们不要停, 直到你赢上一大笔钱或者输得底朝天为止!” 于是他很豪气地打电话给赌场经理, 让他给我安排 25,000 美元的授信额度。结果几分钟后司仪回电话说: “很抱歉 Ric, 我不能给一个平均赌注只有 11 美元的人安排 25,000 美元的额度。”)

兜了一圈, 让我们重回正题。我觉得我做过的最棒的一件事, 是在我儿子 Andrew 很小的时候就教他成为一名牌手。现在我有固定的金拉米和十五子棋游戏对家。

1992 年, 当时五岁的儿子已经可以和我坐在大熊州立公园的一块木头上玩战争纸牌游戏了, 没有比这更美好的回忆了。这一传统还在延续, 现在我五岁的孙女 Rosie 是我玩战争纸牌的新对家。还有什么比这更幸福呢!

对押注的思考

在之前的一份备忘录中，我讲述了自己在第一国家城市银行担任办公设备行业买方分析师时的经历。1970年，该银行的一名投资总监问我，谁是最了解美国施乐公司的券商分析师。我回答说：“是某某人，他的想法与我最一致。”

换句话说，我们倾向于尊重和我们想法相近的人。你可曾听到有人说“某某认为我的观点都是错误的，我觉得他是一个天才”？恐怕没有几个人会这么说。所以，我们通常对那些观点与我们相同的人给予高度评价。

这让我想到了写这份备忘录的灵感来源：安妮·杜克的著作《对押注的思考：无法掌握所有信息时的高胜算决策法》。此书于2018年出版时，我为它写了推荐语。杜克女士在宾夕法尼亚大学完成了心理学博士的课程和论文，但在获得学位前夜终止了学习。

多年来，她一直是最有名的女性职业扑克手（获得超过400万美元的锦标赛奖金）。我在度假时重读了她的著作，我很赞同她对扑克和决策的许多想法，这也激励了我写出你现在正在阅读的这份备忘录。从以下的这些摘录中，可看出为什么我会被她的想法所吸引：

久而久之，那些世界一流的扑克玩家教会了我押注的真正含义：押注是面对未知的未来所作出的决策.....

对于押注的思考，首先要认识到决定结果的两件事：决策的质量和运气。学习认识两者的区别是思考押注的全部意义.....

每一局牌的结果都是你决策的即时反馈。但是这种反馈比较难以捉摸，因为输和赢并不能准确地告诉你决策质量的好坏。因为赢可以只是因为牌好，输只是因为牌差.....

一个极好的结果，并不意味着有一个极高质量的决策。极高质量的决策是良好决策流程的结果，这个流程是我们为了能准确体现自己所掌握的知识而做出的尝试。反过来看，所掌握的知识在某种程度上也包括了我们的不确定的方面.....

.....我们必须认识到，任何策略都不能使我们成为完全理性的玩家。此外，我们可以尽力作出最佳决策，但仍然可能无法取得我们希望达到的结果。提高决策质量意味着增加我们得到好结果的概率，而不是保证有好结果.....

实际生活中，大家不提倡说“我不知道”或“我不确定”这样的话。

人们认为这些表达含糊不清、毫无帮助，甚至是避实就虚的。但是，坦然接受“我不确定”是成为更好决策者的关键一步，我们必须接受未知.....

优秀扑克玩家和优秀决策者的共同之处在于，他们都能坦然面对这个充满不确定性且不可预测的世界。他们明白，几乎永远不可能预知最终结果。因此他们拥抱这种不确定性，与其专注于寻找确定因素，他们试图弄清楚自己有多不确定，尽可能做出自己最好的预测，同时接受有可能出现不同的结果.....

在任何领域，专家都比新手有优势。但是老将和新手都不能确定下一次翻牌会是什么结果。只不过老将猜中结果的概率更高.....

阅读《对押注的思考》前几页，你就会发现安妮·杜克和美国前物价委员会主席杰克逊·格雷森一样喜欢在不确定的情况下作决策。

杜克寻求将其应用在现实世界的牌桌上，而格雷森则寻求应用于油田里。两人都致力于在信息不完善、结果不确定的情况下作出决策。由此，这将我带回到了投资的话题，同时写出这篇备忘录。

对博彩的剖析

对游戏不大熟悉或没有仔细研究过的人可能认为这些游戏不过是同一主题的不同形式。但事实上它们之间存在着很大的差别。我想对此加以说明，以便对游戏/博彩与投资进行有效的类比。重点是，不同游戏的区别主要体现在三个方面：信息的完整性、运气和技巧。

有些游戏(但不是所有)需要玩家处理不确定因素。你与对家最终谁是赢家，或者你应当采取什么行动，可能取决于你无法获得的信息，而对于这些信息，你最多也只能进行推断或猜测。所以，在一些游戏中存在重要的“隐含信息”，其他游戏则没有。

在扑克、二十一点和金拉米中，你并不知道对方手里有什么牌。但在国际象棋和十五子棋中，一切都是一目了然的：棋子在棋盘上的位置显而易见。没有什么隐含信息。显然，这是二者的重大区别。如果没有隐含的信息，那么游戏关注点就简化到其他两项因素。

基本条件确定后（即出牌后或落子于棋盘后），还有另一个不确定因素。一

些游戏的后续进展将受到运气的影响，另一些则不会。

以我在上文提到的两个不涉及隐含信息的游戏为例：国际象棋和十五子棋。在国际象棋中，没有运气一说，玩家没有骰子可掷，也没有纸牌可抽；关键变量来自对家下一步棋怎么走。不过，我想有一样是凭运气的：那就是你面对的对家的技能高低。

然而，在十五子棋中，玩家的下一步完全取决于投出的骰子上显示的点数。在纸牌游戏中，玩家和对家抽到什么样的牌全凭运气。有时这些完全是未知的、随机分配的结果，不过，有时候尽管难以准确预知结果，但概率是可以计算的。

例如，在二十一点中，如果我们能够记住已经打出的牌，就能估计一些后续可能会出的牌的信息。

在十五子棋中，我们可以确定掷骰子每一个可能出现结果的概率：在投掷次数足够多的情况下，数字 7 出现的概率是 16.7%（36 种可能性中的 6 种），数字 12 出现的概率则仅为 2.8%（36 种可能性中的 1 种）。当然，尽管我们知道概率，但我们仍无法知道掷一次骰子会出现哪一数字。

最后，在一些游戏中技巧很重要，另一些则不是。上面我讨论过的所有游戏：国际象棋、十五子棋、扑克和金拉米都需要玩家拥有相当的技巧，难易程度则不尽不同。无论游戏是否有隐含信息或是否受运气的影响，玩家都需要具备一定的技巧。

但在游戏/博彩中，技巧的重要性并不是完全相同的。轮盘和幸运转盘是纯粹靠概率或运气的游戏。其游戏结果完全属于随机事件，根本无法预测。例如在转盘停止转动后球会落到轮盘的哪一位置完全无法预测，也无技巧可循：只能纯凭运气。

20 世纪 80 年代早期，我曾和一位现已离世的朋友去拉斯维加斯。他花了很多时间和金钱在幸运转盘上，而且只玩垂直轮盘。我曾告诉他，他是“全世界最棒的幸运转盘玩家”。因为他认为自己真的擅长这个游戏，所以他一直没意识到我只是在开玩笑。

在百家乐（巴卡拉纸牌游戏的一种形式）游戏中有一个很有趣的例子。根据维基百科的介绍，“在百家乐游戏中，每位玩家的行为举动都是依据被分到的纸牌而定。”也就是说，当中并不涉及决策，自然也就没有决策技巧。玩家坐下、押注、收到牌，然后赢或者输。

有一种历史说法是，百家乐的发明是为了取悦一位不够聪明、不会玩游戏的国王；这样就形成了这种不需要作出任何决策、因此也就不涉及技巧的游戏。

从上述不同的游戏类型中，我们看到：

- 无隐含信息，无运气成分，但有技巧的游戏：国际象棋
- 无隐含信息，有运气成分，也有技巧的游戏：十五子棋
- 无隐含信息，有运气成分，但无技巧的游戏：轮盘
- 有隐含信息，有运气成分，有技巧的游戏：二十一点和纸牌游戏

现在让我们进行进一步的分析。以下为一些重要的观察结果：

- 如果游戏不涉及技巧，结果就全凭运气。
- 但即便涉及技巧，运气仍会发挥作用。
- 有运气并不代表不需要技巧。事实上，在未来事件不可预测的情况下作出明智决策即为技巧最重要的一种呈现方式。这也是格雷森和杜克的书的全部要义。
- 同样，明智地处理隐含信息的能力也必须基于技巧。

这种分类法或“分类机制”的创建，不仅让我有机会指导非游戏玩家，而且还提供了一个将其与投资类比的框架。

投资和以与博彩比较？

隐含信息、运气和技巧都会影响投资表现。比如，对上市公司的主动投资，就会涉及到全部三个因素。

显然，没有人能对一切相关事实了如指掌。美国证券交易委员会致力于确保所有投资者拥有平等知情权，但不是彻底的知情权。例如，投资者在一家公司 5 月份公布业绩之前，不会知道这家公司第一季度的运营情况。同样，在药物测试和软件 Beta 验收测试结果公布之前，也没有人能够预料结果。

运气是随机的、不可预测的，而且通常是外源性事件，无时无刻不在影响着公司表现和股价。举例而言，很多企业表现和盈利能力会受到天气的影响。电视网络播放的世界级赛事中参赛团队如果来自主要市场而非冷门市场，电视台可能会有更高的广告收入。

最后，优秀的投资者需要具备足够的技巧，以更好地评估公司的收入和盈利潜力、所处周期的位置、资产价格的合理性及其价格所带来的安全边际。没人能一直料事如神，但优秀的投资者往往比大多数人的正确率更高。

当然，并不是所有的投资都具有这三项要素或其中任意一项。以指数投资为例，指数基金管理人的工作是产生与相关指数相同的回报率。

指数投资的过程当中并不涉及隐含信息。投资者若要想取得与指数一样的回报率，所需要了解的唯一信息是相关指数的组成，而这并不是秘密。

同样，这里也没有运气成分。影响指数中所含证券的因素将同样影响正确构建的指数基金。

最后，指数投资也没有技巧上的要求。投资者只需要一台具有良好程序的电脑，以保持基金投资组合与指数的一致性，而这并不难实现。

投资技巧是值得钻研的。有效市场假说假定（一）市场是“有效的”，（二）资产价格是合理的，不存在折价或溢价资产，（三）因此，不存在技巧发挥的空间或“超额回报”，即不存在利用错误定价取得更好业绩的现象。

主动投资的传统观点则忽视这种假设，认为投资就像玩二十一点，即市场上有的投资者能够取得比别人更好的投资业绩。但如果有效市场假说是正确的，认为投资就像轮盘，那么投资者的回报不受自己控制，只能依靠运气或是市场环境。

（当然，投资者可以通过调整投资组合相对于市场的敏感度——“贝塔”，来获得比市场更高或更低的回报率。这也就隐含了投资者是否具备及时提高和减小贝塔的技巧问题。）

在大多数市场，效率的概念既不是一个绝对的真理，也谈不上是完全的谬论。有些市场可能比其他市场的效率低，因此技巧在这些市场中或许更能发挥作用。技巧能发挥较大用处的市场被称为“阿尔法”市场。

相反，如果投资组合回报率基本是市场回报率和投资组合相对于市场走向敏感度的反映，那么这些市场就被称作“贝塔”市场。显然，弄清楚所投资市场的类型是非常重要的。

多年来，人们有意或无意地把股市当作“阿尔法”市场，这让股票投资组合管

理人能够收取可观管理费作为努力的酬劳。但随着时间的推移，大多数主动投资者并不能一直跑赢市场指数（特别是扣除费用后），这一情况已经越来越明显。

这意味着即使缺乏技巧，被动跟踪指数能获得相同乃至更好的结果。因此，投资者决定不会再为“贝塔”市场支付“阿尔法”费用，这是被动投资日益壮大的主要原因。为什么要在没有技巧可言的游戏中付钱让其他人帮你玩呢？

结论是什么？我认为，在我感兴趣的主动投资领域（但愿这些市场是低效率的）会涉及所讨论的所有三种成分：隐含信息、运气和技巧。因此，它更像是扑克和二十一点，而不是国际象棋。我将在下文继续阐述。

博弈的本质

博彩技巧中最重要的一个方面是清楚知道应该押注哪种可能结果以及什么时候押重注、什么时候不要押注。这正是需要衡量多方面因素后做出的决策。

判断可能出现的结果——一位玩家（你？）以及其他玩家赢的可能性有多大？不论是纸牌游戏、十五子棋还是体育博彩，都有各种因素需要考虑。其中最重要的是：

1. 目前的局势如何？
2. 有多少种方式取胜（和落败）？
3. 掷骰子或抽纸牌时，你需要多大的运气成分才能赢？你的对家有多大的概率得到理想的点数或牌面并获胜？

玩家所要做的是确定博彩结果的“相对优势（handicap）”，韦氏词典对这一词语的定义为“评估（参赛者）的相对胜率或（竞赛）的可能赢家”。哪个扑克玩家的牌最好？十五子棋棋盘上谁的形势更好？或者，对于押注者而言，哪匹马可能跑赢，哪个团队可能赢得比赛？简单来说，谁最有希望获胜？

对于纸牌游戏、十五子棋或体育博彩，很多人认为弄清楚谁最有可能获胜就能成功押注。他们往往忽视了整个环节中一个重大的部分，而这一部分对于提高赢面显得尤为重要。

评估局势——识别最有可能获胜的玩家通常不并不难。十五子棋中谁领先一目了然。纸牌游戏里会难一些，牌手手里的牌其他人并不知道，但仍有可能从绝对意义上判断牌手手里的牌好坏。在大多数情况下，观众对于哪匹马或哪个团队

最可能赢可能是有共识的。

但博彩中需要知道的最重要的一件事是：众所周知的信息不太可能让玩家在赌局中获胜。因为牌局、棋局或体育投注中，如果大多数人都知道谁可能会赢，那这本身就不是有用的信息了。每个人可能都会押最有希望获胜的人，但这便意味着没人押另一边：即在没有足够诱因的情况下押最有希望获胜的人输。

这种诱因的表现形式就是“局势”。假设在足球比赛中，A 队的胜率是 B 队的两倍。换言之，三场比赛，A 队会胜两场，而 B 队只胜一场。如果市场普遍认为 A 队更好，不会有人押 B 队，除非看好 A 队的人愿意“提高赔率”。

也就是说，乔可能告诉爱德，“我给你 2 赔 1 的赔率；我以 10 美元赌 A 队赢，而你以 5 美元赌 B 队赢。”假设结果符合预期，乔在三场里两次赢 5 元，一次输 10 元。三场比赛后，两名押注者不分胜负。换言之，在此情况下，2 赔 1 的赔率是“公平的”。

所以，这一例子的结论是：押注者的目标不是搞清楚谁是最有希望获胜的人，然后去押注。而是搞清楚谁是最有希望获胜的人以及赔率是否公平。

- 如果像上面说的，赔率公平，则没有理由（不考虑情感因素）押注一队或另一队。
- 如果赔率不够高，假设上述比赛的赔率仅为 6 赔 5，则应该押最有希望获胜的队伍。A 队有三分之二的概率会赢。三场中 A 队输一场，你需要赔付 6 美元，但赢的两场你总计将赢得 10 美元。
- 但如果赔率对最有希望获胜的人不利，即赔率“过高”，假设达到 4 比 1，则押不被看好的一方更好。你仍然会在三场中输掉两场，每场赔 1 美元（总共 2 美元），但是在你赢的一场比赛中，4 美元的收益将超过另外两场的赔付金额。

十五子棋就是一个很好的例子。领先的玩家可以通过“转动骰子”将赌注从 5 美元翻倍到 10 美元，在这种情况下，另一个玩家必须选择认输，赔 5 美元，或者按 10 美元的赌注继续游戏。既然领先者因为领先而提出将赌注翻倍，这是不是意味着落后者不应该接受赌注翻倍？答案是未必如此。

- 很明显，如果落后者认输，他将损失 5 美元。
- 但假如他有 25% 的机会能赢，并按 10 美元的赌注继续游戏，结果会怎样？在这种情况下，他的预期结果是 $(10 \text{ 美元损失} \times 0.75) + (10 \text{ 美元所得} \times 0.25)$ ，结果同样是损失 5 美元。

从以上得到的启示就是，每当获胜的概率超过 25%时，落后的玩家就应接受赌注翻倍继续游戏，这样他的预期损失将会少于认输所需赔付的 5 美元。有时候下注于不利情况是对的.....即便多数情况下这样做会带来预期损失。这一切都取决于局势。

我的朋友马特·本森 (Matt Bensen) 和科里·罗宾逊 (Corey Robinson) 摘录了查理·芒格 (Charlie Munger) 的演讲《选股的艺术》。在演讲当中，查理将投资与赛马的彩池投注系统比较，押注者押注每匹马赢所获得的彩金由押注人数决定：

如果你停下来思考一下，就会发现彩池投注系统就是一个市场。人人都可以进去押注，赔率根据双方总赌注而变化.....一匹拥有较轻体重、极佳胜率、良好起跑位置等特征的马，非常有可能跑赢一匹胜率极差、体重过大等特征的马，这个道理就算是傻子也能明白。

但如果赔率是这样的：劣马的赔率是 1 赔 100，而好马的赔率是 2 赔 3。那么很难从统计学上清清楚楚地算出押哪匹马能赚钱.....

博彩中能够成功的不是选中赢家的人，而是能够发现有利局势的人。其目标是赔率更倾向的一方，而不论该方是最有希望的胜利者还是落败者。换言之，目标是寻找错误定价。

这与投资完全一样。我经常听到，“XYZ 是一家出色的公司，前景光明，所以我买入了它的股票。”他们选择了最有希望的赢家，而忽视了局势的重要性。仅考虑前者是不够的；他们应该同样考虑后者。

同样，有人会说，即使是最好的风险投资家也不擅长挑选赢家，因为他们的很多投资都亏损了。然而，他们为数不多的成功投资所带来的收益却是巨大的，足以弥补很多次失败投资所造成的损失，获得卓越的综合投资表现。

投资时，我们一般不会获知明确的赔率，局势的吸引力取决于资产价格、潜在收益与投资本金的比率和我们对胜负概率的判断。

优秀的投资者之所以优秀是因为他们能判断出哪些公司可能成为赢家。但是我所认识的最优秀的投资者还能觉察到（或许是出于本能和直觉）当时的市场局势相对于投资项目的基本面来说极为有利。

例如，一家公司所发行的证券估值相当便宜，足以抵消市场对其前景不佳的担忧，或者是这家公司的前景极其出色，但是其证券的市场价格没有未能全面反映它的上升潜力。

1968年5月，我在纽约花旗银行投资研究部暑期打工时，这家银行（和其他很多银行一样）主要投资于“漂亮50”公司。“漂亮50”公司被视为美国发展最好、增长最快的公司：这些公司运营十分稳健，以至于市场认为其股票“价格再高也不过分”。

如果你在我进入银行的那天购买了这些股票，并且一直持有5年，那么，你投在这些所谓美国最佳公司……几乎会亏掉全部本金。

这些公司当时全都被认为是未来的赢家。有些确实是，但仅是有限的少数。（柯达、宝丽来和我曾最看好的SimplicityPattern后来都怎样了呢？）大部分投资者对当时市场局势的判断是错的：这些公司的定价是基于它们不会亏损的假设，但事实证明，有不少公司都失败了。

随后在1978年，我转到花旗的债券部，负责设立一只高收益债券基金。当时我投资的是美国最差的上市公司的债券——全部都被评为投机级别或“垃圾级别”。我从中以稳健方式赚了大笔。这并不是因为这些公司完美无暇（事实上，按金额计算，每年有大约4%的债券违约），而是因为这些债券的“市场价格”对于押注的人来说实在太有利了。

那次的经历让我领悟到了最重要的两点：

1. 成功的投资并不是因为买入了好的标的，而在于买得好，明白这两者之间的区别至关重要。
2. 关键不是你买了什么，而是你花了多少钱买入。

“漂亮50”的投资者将全部的时间花在挑选赢家上，却没有留意到自己支付的价格太高。他们所投资的大多是市场所认为的好公司，但并非明智的投资。

由于大多数人对高收益债券避而远之，因此乐于投资这类债券的投资者因为愿意承担相关的风险而获得了超额回报：这种市场局势非常理想。穆迪对B级债券的定义是“不具备理想投资特征”的债券。

换言之，穆迪不看好这些债券是因为它们表现差，但却从来没有考虑过价格

的高低。往往这类不够客观、过于乐观或过于悲观的态度，为投资者带来了极佳或极差的局势。而这样的局势正是我们作为投资者应该努力寻找的。

特邀撰稿人

我在第三页提到，我这辈子做过的最正确的事之一就是培养我的儿子 Andrew 对棋牌游戏的热爱。拿 Andrew 的例子来说，他对待打牌的态度，就跟他对待投资和其他追求一样认真。这让他形成了牌手的思维方式，因此他也提出了博彩与投资的以下几点相同之处：

1. **游戏选择与技能对比**——在考虑投资对象时，关键要了解自己具备多少必要的技能以及竞争的激烈程度。无论是在一群优秀的玩家当中，还是在竞争最激烈的市场中，都很难成为常胜将军。不如把精力花在寻找低效的细分领域上。很不幸，找到这些机会比几十年前难得多。
2. **提高效率/适应市场的偏好**——网络扑克刚兴起时，水平适中的玩家很容易取胜，而且很多业余玩家看到新手赢得世界扑克系列赛（World Series of Poker）而被吸引进来。然而，一段时间后，随着专业玩家的加入，游戏变得越来越难，业余玩家则节节败北。而新一代更成熟的玩家研究了老玩家的偏好，从而改进自身的策略，开始击败他们。在这方面，竞技场和其参与者行为的变化可能会导致过去奏效的方法在今天不再有用。
3. **能力范围**——你擅长金拉米，并不代表你应该和专业扑克玩家玩德州扑克（Texas Hold'em）。了解自己的优势所在并充分利用优势非常重要。
4. **不必每一局都玩**——不需要每一场牌局或每一手都押注。你可以等到特别有吸引力的局势出现时再押注，比如你善于分析和理解，而且赢面较大的局面。在此之前，最好是观望静待，保护资金。重要的不仅仅是输赢，还要最大程度地增加获利并尽可能地减少损失——关键在于你有较大胜算时多投注，而在胜算较小时少投注……以及了解两者的区别。正如查理·芒格所说，“聪明的人会在机会来临时全力出击，如果有较大的胜算，他们会下大赌注，而其余时间则不是这样。就是这么简单。”每个人都会有输有赢，而且输赢的比例受到多种因素影响。但是，评估局势的能力可以使你在获胜时获利更多，而在失败时损失更少。你的赌注的大小应基于你的赢牌概率与潜在损失的不对称性。在你有一手好牌的时候押注是在扑克牌中取胜的关键之一。你不会有很多拿到一手好牌的机会，因此当机会来临时，你必须尽量获得最大优势。
5. **有能力挺过低迷期**——在拿出资本冒险时，保持纪律性非常重要，可以帮助你不在不顺利的时期存活下来，直至胜算较大的机会再次出现。你必须

避免全军覆没的风险，而这离不开严格的纪律（“切勿忘记，一个六英尺高的人可能淹死在一条平均五英尺深的河里”）。因此，高质量的决策不仅取决于你牌面的预期价值和纯数学计算，还包括对风险的广泛思考。你会把所有的钱都押在胜率为 80/20 的牌上吗？

6. **根据实际情况调整玩法**——在扑克牌局中，如果对阵的对家较弱，无论他们的实强项为何，你都应决定玩更多局，并且加大赌注；而对于较强的对家，你应更为谨慎并只玩保险牌。
7. **克服情绪和偏见**——人性的弱点会导致牌手在扑克牌局中“执拗追逐”（为获得一张幸运牌而坚持拒绝退出），在“心浮气躁”（苦于损失惨重，因此受情绪激动驱使）时打法轻率（押注过多），在十五子棋中接受不利的双倍赌注。侥幸、情绪和盲目乐观是牌手的天敌。
8. **第二层思维**——不仅仅在于你手上的牌有多好。还需更深入地思考。对家认为你的牌有多好？你认为对家的牌有多好？对家认为你认为他的牌有多好？这如何影响他的出牌？常胜者必须具备比其他人更高层次和更复杂的思考能力。

上述所有思维方式在投资中的重要性在博彩中相似。在这两件事情上，一切都可以归结为杰克逊·格雷森的书名：《在不确定性中作决策》。我自第一次读他的书至今的 56 年中学到了以下几点：

1. 你必须能够理解哪些公司或资产是被看好的，以及当前局势的吸引力。
2. 你需要判断你的持仓是否理想以及竞争的不同可能性——因为你所面对的市场可能有更好的赢面。
3. 你需要严守纪律并遵守流程以及拥有智慧去接受不是每次过程都能决定理想结果。
4. 你必须清楚了解“所掌握”以及“没有掌握”同等重要性。你要有勇气根据自己已知的信息大幅押注，同时也要正确看待你可能不了解的信息。
5. 你要控制贪婪和恐惧、希望和失望的情绪。你要竭力避免仅仅为了跟上指数或竞争步伐而作出的不明智的押注。

由于这篇备忘录的灵感来自安妮·杜克的书，因此我将藉由她书中的摘要进行总结。虽然她谈的是扑克，但听起来却很像投资：

当我们从概率的角度考虑问题时，我们不太会仅仅因为负面的结果就判定原有决策出错，因为我们会认识到决策本身可能应该是好的，但只是运气和/或不完整的信息（以及样本大小）干扰了结果。

也许我们从一系列毫无吸引力的选择中作出了最好的决策，这些选

择也许都不大可能产生好的结果。

也许我们因为回报远高于风险而把资源押注到小概率事件上，而这一次小概率事件并没有发生。

也许我们根据可用的信息作出了最佳选择，但决定性的信息却被隐藏起来而我们无从得知。

也许我们选择了一条成功率很高的途径，但运气不好.....

但这也意味着我必须重新定义“正确”。如果不能单凭坏的结果就认定我们的决定是错误的，那么也不能单凭好的结果就判断我们的决定是正确的.....

首先，世界是相当随机的。运气的影响让我们无法准确预测事情将会如何发展，隐含信息都可能会让情况雪上加霜。如果不改变思维方式，我们就不得不面对许多错误.....

扑克就很好地说明了这一点。即使一个伟大的扑克玩家相比其他玩家具有相当的优势，而且战略决策远好过其他玩家，但在八小时的游戏里，他也将有 40% 以上的时间在输牌。这种输牌的比例实际上是非常高的，而这种情况不仅仅限于扑克.....

我们如何确保能够作出最适合我们的选择？另一种选择会不会带给我们更多的快乐、满足感或金钱呢？当然，确切答案我们无从知晓。超出我们控制之外的事情（运气）可能会影响结果。我们所想象的未来只不过是一种可能性。一切都还没有发生。

鉴于我们已知和未知的情况，我们只能尽最大能力去猜测未来将会怎样.....当我们作出决策时，我们是在将我们珍视的东西.....押注在一系列可能和不确定的未来结果上。这正是风险所在。

投资是一项需要技能的博弈游戏——这意味着从长期来看，技能较低的投资者的不大可能取得超过赢家的平均回报。然而，投资也包含机会因素——这意味着技能不可能总是取胜。从长期来看，卓越的技能将克服运气欠佳带来的影响。但短期而言，运气可能打败技能，而且两个因素可能难以辨别。

这正是投资之所以充满挑战性和刺激性的原因所在，这恰恰也是我喜欢自己所选择的职业的原因。

写于 2020 年 1 月 13 日

2020/04/06 校准

为迅速应对不断发展的冠状病毒危机，我在三月份写了四份备忘录，创造了个人记录。由于缺乏可用数据，事实上，这项工作变得轻松，因为这意味着我无需进行大量研究就能写作，主要是提供个人意见。

在 4 篇备忘录的第一篇《没有人知道 II》，在那个时点，我认为科学家努力做出有根据的推测，但没有足够的，关于新型冠状病毒的数据让他们可以把那些推论变成事实。

关于未来，每个人都一样地无知

我同时特别提出，非科学家所说的任何话很可能只是猜测。

同样的，我上周给橡树资本的一位同事写了如下的话：“这些天，关于当前情况每个人面对的是一样的数据，关于未来，每个人都一样地无知。”这句话差不多总结了当前的状况。

今天我们所看到的大多数是观点，要么倾向于乐观，要么倾向于悲观。

两者之间的分歧巨大：如果你只阅读乐观的文章，你会认为病毒将很快被消灭，而且经济回归健康，如果你只阅读悲观的文章，你会认为我们都完蛋了。

在我看来，大多数人持有正面和负面的观点的差异很可能主要源于他们固有的偏见，以及因此选择看重的数据点。

未来情景包含大量的变量：当前比以往甚至更多。建立一个电子表格，列出对于未来的许多影响因素，把他们评为可能变好或变坏，是相对容易的事情。但仅仅正负加总不会告诉你未来的好坏。

核心是弄清楚哪一个因素将是最有影响力的。这经常是乐观或者悲观偏见发生的地方。乐观者因为正面的数据点的美好前景备受鼓舞，而悲观者因为负面数据点的糟糕前景的可能性而意志消沉.....即使他们的工作都基于同一份表格，有着一样的要素和评级。

“知道未来”这样的事情是少见的。但通常来说未来将跟过去很相像。这次，

我想我们会同意短期的未来，不太可能看起来像一年前一样。

正如我在上周的《哪条路》，我们必须“面临史无前例的不确定性，以及完全缺乏过去类似情境指引的情况下”思考我们的处境。

尽管未来总是不确定的，当前的不确定性比往常更大：未来事件的概率分布更宽，更加厚尾。事实上，可能的负面影响（以及可能是正面影响）很少人在有生之年经历过。我们所拥有的主要是主观的意见和解读。

我不认为我可能在病毒前景及其对经济的影响、美联储/政府行动的成功与否或者油价的涨跌有高人一筹的见解。我在三月份的备忘录中整理和讨论了这些话题的可能性，但我不可能是比任何人更好的预测者。

然而，我确实希望通过讨论在当前背景下你可以如何思考自己的行为，对你有所帮助。这就是我今天的主题。在我给出我已经达到的结论之前，我想总结下三月份的备忘录里相关的观点。（正如你将看到，我在三月中旬写了两份仅面向橡树资本客户的备忘录，尽管其中一份在几天之后提供在我们的网站上。）我们开始吧：

一些共同的话题

尽管在上述四个备忘录中，我的表述的信息不一致，但是有一些共同的话题：

- 市场日趋衰弱，尤其是随着证券价格的下跌。
- 我从未敦促出售，因为我认为已经造成了相当大的损失。换句话说，要降低投资组合的风险可能为时已晚。
- 我谈到了在不同程度上进行购买的合理性，主要是为了应对证券资产已经到了便宜的程度。
- 我从来没有说，这是在买的时候（或者说，它是不是）。我敦促以渐进的方式，不是全仓买入或全出。
- 最一致的观察可能是，不以新的低价购买任何资产都是错误的。

上面概述的信息的模糊性和变化性使它变得不那么具体，也许对于那些正在寻求明确建议的人来说并不令人满意。但是，我认为，投资根本没有确定性的余地，当下比平时更为明显。

给投资组合重新定位

我写备忘录的一个好处是，写的东西越多，就越容易集中注意力。因此，3月份的四份备忘录给了我一个很好的机会来思考这些事件对投资行为意味着什么。我很高兴地说，关于那个问题我已经得出了结论。我坚信这是对的.....我完全期待在未来对它进行修改。（为了营造气氛，接下来的几段将重复我过去说过的话。）

近年来，我越来越相信，基金经理在中期最重要的工作不是决定如何配置的选择：比如在股票和债券之间、美国和外国之间、发达市场与新兴市场之间、大盘股和小盘股之间、高质量和低质量之间，或者增长与价值之间；也不是在策略、基金和经理人之间进行选择。最重要的工作是在进攻和防守之间取得适当的平衡。如果你犯了进攻/防守的错误，那些其他的事情也不会有多大帮助。如果你的进攻/防守是正确的，其他的事情就会自己解决。

考虑进攻和防守之间的平衡的一种方法是考虑投资者每天面临的“双重风险”：损失资金的风险和错失机会的风险。至少在理论上，你可以消除其中一个，但不能同时消除两个。此外，消除一个会让你完全暴露在另一个风险敞口下。因此，我们倾向于妥协或平衡这两种风险，每个个人投资者或机构都应该对这两种风险之间的正常平衡有自己的看法。

接下来，投资者可能会考虑根据环境条件逐步调整其余额。

因此，本备忘录的核心主题包括：

1. 环境越有利——其他投资者表现得越谨慎，收益前景就越好，证券价格相对于内在价值或“基本面”的水平越低——投资者就越有可能转向进攻。
2. 另一方面，环境越不稳定，其他人越愿意承担风险，利润就越不稳定，估值也越高，投资者就越可能选择强调防御。

近年来，我认为投资世界具有以下特征：

1. 比平常更多的不确定性；
2. 极低的预期回报率；
3. 普遍偏高的资产价格；
4. 以及投资者为获得更高回报而加大风险偏好；
5. 这些事情告诉我，世界是一个充满冒险却又低回报的地方。

因此，橡树资本的口号是“前进，但要谨慎”。

通常，我们已经进行了充分的投资，但超出了我们通常的谨慎范围。我们做出了过于防御的决定，但多年来，更高的风险偏好产生了更高的回报，并且为谨慎起见付出了代价。我们不知道将风险变成损失的催化剂是什么，也没有明显的指标。但是我们感到这个世界是一个危险的地方，面临着不利的发展。现在我们知道催化剂，现在投资组合风险已经产生了损失，那就是当下时代的基本面背景。

如上所述，我感到在不确定的低回报环境下，要求防守比进攻更重要。

但是现在，与 2 个月、6 个月、12 个月或 24 个月前的情况相反：

投资者可以减少对防御的过分重视，

朝着中立甚至是进攻的方向迈进。

背景中的风险已被认识到，并在很大程度上得到了理解，

预期回报从微不足道的吸引力（例如，高收益债券的平均收益率例如能源已经从 3.5%到 9%），

证券价格下降了，而且投资者受到了惩罚，导致冒险行为减少。

鉴于这些新情况，我不再觉得应该赞成防守。是的，基本面已经恶化，甚至可能进一步恶化，这种疾病带来了风险。

但是，没有人能发现瑕疵的市场，与人们已经放弃冒险的市场之间，存在很大的差异。完美定价与允许不良结果定价之间存在很大差异。

近年来，谨慎的定位已经达到了目的。主张辩护而不是进攻的投资者今年遭受的损失较小，他们的满意度来自相对出色的表现，他们有更多的时间寻找讨价还价的时机，而不是处理遗留问题。

因此，我觉得现在是时候，谨慎的投资者可以减少对防御的过分重视，开始朝着更中立的立场甚至朝着进攻的方向迈进（这取决于他们是否希望抓住早期机

会)。

我并不是说前景乐观。我是说情况已经改变，因此不再需要谨慎。

由于已经发生了与危机相关的部分损失，我不太担心亏损，而对确保客户能参与收益更让我感兴趣。

我在 2018 年出版的《掌握市场周期》一书的副标题是“赔率在你身边”。从这个角度来看，我现在觉得对投资者有利的可能性更大，而不是不利。因此，投资组合应进行相应的校正。

我们从来不知道什么时候我们在市场底部

在我结束之前，聊一下市场的底部。在投资中有一些最有趣的问题特别适合在当前讨论：“既然你预期会有更多的坏消息，觉得市场可能进一步下跌，现在做任何的买入是不是都太早了？你不应该等待市场的底部吗？”

对我而言，回答是很明确是“不”。

如更早前所说，我们从来不知道什么时候我们在市场底部。底部只有在回顾的时候才知道：底部是市场开始向上涨的前一天。

根据定义，我们不知道是否今天到达了底部，因为底部取决于明天会发生什么。因此，“我要等待市场底部”这句话是不理性的。

如果你想的话，你可以选择说：“我要等待底部结束，市场开始上涨的时候。”这比较合理。

但是，第一，你在说你愿意错过底部。第二，市场开始上涨的一个理由是卖方的紧迫感减弱，相应的卖出压力减少。这反过来说意味着：

1. 卖出的供给萎缩，
2. 以及买方的迫切买入造成市场上涨，因为现在他们很有动力。

这些因素造成市场上涨。所以如果投资者想要买，他们应该在下跌的时候买。这个时候买方很有紧迫感，而买方的买入行为不会阻止证券价格的接连下跌。

回到 2008 年，紧随着雷曼兄弟在 9 月 15 日提交破产申请，Bruce Karsh 和他的团队开始一个史无前例的计划，买入处于困境中的公司的债券。那年的最后 15 周里他们每周平均投资大约 4.5 亿美元，总计大约 70 亿美元。

债券价格在那段时间崩溃，而且在 2009 年第一季度继续下跌（随着股票市场）。但因为面临赎回的对冲基金已经关门——而且因为会熔断的杠杆的证券化工具都已经被清算——在年末的时候停止了大规模的卖出。

简而言之，如果我们没有在第四季度买入，我们将失去我们的机会。老话说，“完美是优秀的敌人。”同样的，等待底部可以让投资者错过好的买入机会。投资者的目标应该是进行大量的优秀的购买，而不是仅仅几个完美的交易。

想一下你平常的行为。在每一次购买前，你是否坚持想要买的东西永远不会有更低的价格？应该不是。你买入的理由可能是因为你觉得你用一个有吸引力的价格买到了一件好东西。

这不够吗？我相信你卖出是因为你相信卖出的价格是合适的或者高出预期，不是因为你相信永远不会有比这更高的价格。坚持只在底部买入，只在顶部卖出将让你崩溃。

相反的，我这个备忘录标题为《校准》，是因为我认为投资组合配置应该基于环境发生了什么，随着时间而变化。当环境变得更危险（高价、风险厌恶低、没有恐惧），一个组合应该增加防御性。当环境变得更好（低价、风险厌恶高、恐惧盛行），投资组合的进攻性应该上升。

很明显，这个过程是一个逐渐重新调整的过程，不是全仓或者空仓的决策。你的目标不应该是在底部或者顶部的时候再去调整。所以在我看来，等待底部是愚蠢的。

那么投资者的标准应该是什么？

答案很简单：当一个东西很便宜了——基于价格和内在价值的关系——你应该买入，而如果接下来更加便宜，你应该买更多。

我不想让人以为价格下跌的时候买入是很容易的。并非如此，在 2008 年，Bruce 和我花了许多时间给对方鼓励，辩论我们是否买得太快（或太慢）。

爆出来的新闻很可怕，很长一段时间看起来好像金融机构倒闭的恶性循环将一直持续下去。可怕的新闻让人难以买入，因此很多人说，“我不会去试着接住一个掉落的刀子。”

但这也是促使资产价格掉到低得荒谬的水平的原因。这是为什么我如此喜欢我在上面提到的 Doug Kass 使用的标题：“当买入的时机来到之时，你就不会想买了。”

当新闻很糟糕、价格崩溃、完全不可能知道底部在哪里的时候，买入并不容易。但一个投资者最大的抱负应该是能够这样做。

至于当前的情况，这里有些数据，来自于 Gavexal 研究的 4 月份的每月策略报告，要回答是否三月份的时候已经是底部。

.....在一个大的下跌之后，市场很少就变得清晰。自从 1950 年以来的 15 次熊市里，只有 1 次没有在三个月之内再次看到最初的低点.....在所有其他的熊市里，底部又出现了一次或者两次。因为这次危机的新闻很可能在变好之前恶化，再次回落看起来是有可能的。

这是我儿子安德鲁(Andrew)整理的有关最近两次大危机前后标准普尔 500 指数走势的数据。

9/1/00 - 4/4/01	-27%
4/4/01 - 5/21/01	+19%
5/21/01 - 9/21/01	-26%
9/21/01 - 3/19/02	+22%
3/19/02 - 10/9/02	-33%
10/9/07 - 3/10/08	-18%
3/10/08 - 5/19/08	+12%
5/19/08 - 11/20/08	-47%
11/20/08 - 1/6/09	+25%
1/6/09 - 3/9/09	-27%

第一次和第二次下跌之后，出现了实质性的反弹.....然后出现甚至更大的下

降：Gavekal 和 Andrew 的数据告诉我们，市场很少会直线上升。相反，它们的运动代表着多头与空头之间的持续拉锯战，其结果很少只朝一个方向发展。

在最初下跌时，乐观的买家对低价做出反应并购买之后，悲观主义者又会发现新的价格是可持续发展的证据，并进行另一轮抛售。

因此下跌会再持续一段时间。因此，正如橡树资本 Wayne Dahl 所指出的那样，直到 2007 年 5 月中旬，也就是将近七年，股票市场才重新回到 2000 年 9 月的高点，直到 2013 年 3 月中旬，即五年半后才到重回 2007 年 10 月的高点。

对我来说，最重要的是，这样的说法一点也不会让我担心：

- 未来几个月的某个时候，市场很可能会再次走低，
- 当我们发现有好的机会的时候，我们现在就会买入。

我不认为这些说法有前后矛盾之处。

写于 2020 年 4 月 6 日

2020/04/14 对未来的认知

在上周的备忘录中，我提到哈佛大学流行病学专家马克·利普西奇（Marc Lipsitch）的观察给我留下了深刻的印象，他指出，市场中存在（a）事实、（b）和其他病毒的类比得出的推论、（c）观点或猜测。他用这三个步骤去分析疫情，但我一直在思考这三个步骤和投资的关系。

过去，我认为投资是现在投入的现金在未来获得回报率，我还提到了一个挑战，即没人知道未来会如何发展，这是我们必须解决的矛盾。

按照利普西奇的分析，在我们的投资世界里：

- 几乎没有任何关于未来的事实；
- 我们对未来的绝大多数理论都是由过去的模式推导而来的；
- 很多推论和结论，其实都是由猜测组成的。（萧伯纳说过：“一切职业都是针对俗人的阴谋。”因此，投资行业的规则是，用“分析”、“评估”、“预测”、“展望”等冠冕堂皇的术语来描述对他们未来的看法，他们从来不用“我猜”这个词。）

上周，在写“校准”那篇备忘录时，我提到我曾经给橡树的一位同事写信道，“如今，每个人都有同样的数据，可未来同样无从知晓。”所以我这一篇备忘录用了这个标题，是希望探讨一些人们以为自己知道，但实际上可能不知道的事情。

根据过去信息的推断

我们用过去的推断作为应对未来的最好办法，如果没有研究过去模式，并将其应用于未来决策的能力，我们将不得不对未来的每一种可能性，每天得出一个新的结论。举例来说，在投资时，我们会研究过去的典型周期、与常态不同的例外情况，以及大多数反弹的起伏模式等细节，如上周的“校准”中所提到的。

但是，对过去模式的相关性的盲目信任，和完全忽视它们一样没有意义。必须有充分的理由相信过去可以推导到未来；正如利普西奇教授所说，这必须是有根据的推断。这让我想到了当前我们面临的环境。

我们看到的事实是什么？

- 自 102 年前的西班牙流感爆发以来，最严重的流行病之一
- 自 80 年前大萧条以来最大的经济收缩
- 欧佩克时代以来（甚至可能有史以来）的最大油价下跌
- 有史以来最大规模的中央银行/政府干预

所有这些事情的发展进程显然是不可预知的。我们不可能知道它们在未来一段时期将如何运作，他们将如何相互影响。简而言之，根据我的观点，如果你遇到的是前所未见的东西，那么你根本无法知道结果会如何。

在我的前两份备忘录中，我强调了我的观点，即在我们今天所面临的积极和消极的消息之间，没有“明智的”选择，而且大多数人的决定都反映了他们的偏见。

一个无知的头脑并不是一尘不染的空容器，而是一个充满了不相关的或误导人的生活经验、理论、事实、直觉、策略、算法、隐喻和直觉的容器。遗憾的是，这些内容看起来有用并准确。我们人类可以思考，但这就同时有一个副产品：就是混乱。我们不愿意去深挖事实的背后，并且愿意喋喋不休地阐述观点。通常我们储备的知识，可以帮助我们渡过日常生活的每一天，或者至少可以帮助我们成长到可以生育的年龄。但我们创造性地讲故事方式和对“无知”的不自知，有时会造成尴尬、不幸或危险——特别是在技术进步、复杂的民主社会中。（“我们都是自信的白痴，”密歇根大学心理学教授大卫·邓宁，《太平洋标准》杂志，2014 年 10 月 27 日）

换句话说，我们无法预知未来，但这并不妨碍我们对未来做出结论并牢牢把握它们。

回到现实

我们今天面临的最大的不确定因素之一是经济前景。乐观主义者预计经济将出现 V 型复苏，这取决于美国什么时候复工，更取决于疫情的传播趋势。

最初时，我们被告知疾病的增长将会是“指数级的”，用投资的语言来说，案例的数量将是“复合型的”，因为新病例每天都会以恒定的百分比增加，所以新病例的数量也会增加。

为了使疾病得到控制，我们需要这样的变化趋势：

1. 每天新增病例的增长必须低于预期，这意味着增长速度必须下降，而不是保持不变；
2. 然后，每天新增病例的数量必须稳定下来，这意味着增长速度正在下降；
3. 然后，每天新增病例的数量必须下降，这意味着增长速度为负；
4. 然后，每天新增病例的数量必须降至零，这意味着这种疾病已经停止。

世界各地和美国的的不同地方正处于不同阶段。有些地方，每天的新病例数量正在持续上升；在新病例下降的地方（例如在早期受到冲击的美国城市中，其趋势是积极的）；而那些早先成绩不错，但随着管控的放松，人们开始恢复正常生活，它们的经济已经开始反弹。以下是关于这一曲线变化前景的几个问题：

1. 检测和接触人群是否有助于防止受感染人群传播病毒？
2. 大量的无症状感染会使防疫工作更难吗？
3. 是否可以对人们进行测试，以了解他们是否患有这种疾病并产生了抗体，这样他们就可以在公共场所活动，而不必担心再次感染？
4. 群体免疫会发展吗？它是永久性的吗？
5. 温暖天气的到来会有帮助吗？
6. 会出现治疗方法吗？
7. 病毒会变异成其他形式，从而需要新的治疗方法吗？
8. 疫苗什么时候能研制出来？

最棘手的问题仍然是，社会及领导人在控制疫情和重振经济之间怎么平衡，换句话说，将在以上假设前景下的哪一步传递出“返工”消息？人们呆在家里的时间越长，经济停滞的时间越长，疾病就会越严重，我们就会越接近于控制疾病。然而，与此同时，经济受到的损害越大，重启的难度就越大。

政府计划在 5 月 1 日结束隔离，而不是 5 月 31 日，这对经济复苏有益，但会不会造成感染人数的反弹？就像香港和新加坡那样。我们现在该如何取舍？没有一个算法可以决定少数人（或数千人）甚或数百万人的生活。一方面，选择经济似乎是铁石心肠。另一方面，我们允许甚至鼓励许多导致大量死亡的活动，例如开车。著名投资者爱德华·兰伯特在 4 月 6 日的《纽约太阳报》上是这样说的：

开车是有风险的。根据美国国家公路交通安全管理局（National Highway Traffic Safety Administration）的数据，2018 年，美国与汽车相关的死亡人数为 36560 人。然而，我们并没有禁止汽车，

也没有设定每小时 10 英里的速度限制。这样做可以消除大部分的死亡和伤害，但也会对要求速度的人员和产品运输带来的经济活动产生不利影响。

总的来说，汽车的好处超过了成本。我们个人有意识地承担风险，企业通过降低这些风险来赚钱。为了应对市场失灵和外部性，并提供一定的最低限度，我们有政府为减轻风险和弥补损失而实施的监管机制。

这些方法可以指导政策应对疫情，揭示出一条通向中间地带的道路，即在不过度损害经济或个人自由的情况下，将危害降至最低.....

我们需要让美国快速的恢复经济活动。企业和个人可以动态地适应，以智能地维护自己的利益，寻找机会并进行权衡。政府可以提供交通信号和安全标准。这种公共卫生方法与一个自由的、经济上充满活力的国家是一致的，而不是与之冲突。其实，我们每天都在高速公路上进行测试。

关于这个问题，我想提出的最后一个问题是：每个人都必须做出决定，在控制发展的过程中，人们什么时候停止隔离。橡树资本的债务交易员贾斯廷·夸格利亚（JustinQuaglia）（他经常出现在这些备忘录中）和山姆·罗通多（Sam Rotondo）提出了几个关于这个主题的问题。

假设隔离解除：

- 你什么时候会乘飞机？当你旁边的人开始咳嗽时，你将如何反应？
- 哪件事让你觉得送孩子去上学是安全的？
- 当我们恢复工作，又遇到过敏季节，而你的一些同事开始持续咳嗽时，会发生什么？
- 当你与妻子/丈夫/朋友/家人共进晚餐时，你是否想由戴着口罩和手套的服务生提供服务？

我还要补充两点：如果一项测试表明你有免疫力，你会在新感染病例仍在报告时，停止社交，回到公共场所吗？对我们纽约人来说，大家什么时候才能回到地铁上？

诸如此类的问题表明，仅仅来自政府的信息不太可能让每个人回到他们以前的习惯，包括他们的工作（如果他们有的话）。相反，经济的重新开放可能是渐进的，在疫苗完善或群体免疫达到一定程度之前，经济可能会经历发展和倒退的交替阶段。

华盛顿陷入危机

过去几周，美联储、SEC（美国证券交易委员会）和财政部宣布了前所未有的刺激、支持、救助和监管宽松计划。它们继续提出新的行动，扩大现有行动的规模和范围。没有理由相信他们不会做任何事情，或者他们不会超预期行动。一个月前，许多人担心联储库的规模有限，因为联邦基金利率仅为 1.5%，而大多数过去的降息计划都达到了约 500 个基点。现在，我们看到了美联储潜在工具包的范围还是很广的。

3 月 15 日，美联储主席杰伊·鲍威尔（Jay Powell）在美联储首次应对流感大流行时——将短期利率下调 50 个基点——发表了以下声明：“我们将使用货币政策来应对这些事情。”（路透社，3 月 16 日）。两周后，他详细阐述了美联储的意图（重点补充）：

鲍威尔先生已经明确表示，即使利率为零，美联储的火力也是无限的。“在贷款方面，我们不会耗尽弹药，”他周四（3 月 26 日）在接受美国全国广播公司（NBC）《今日》（Today）节目采访时表示。“这种情况不会发生”。（《华尔街日报》，3 月 30 日）

以下是《简报情报》（Bulletin Intelligence）4 月 10 日关于美联储行动的综述：

- 美国广播公司财经频道（CNBC）报道称，美联储“已大幅加大了拯救经济的力度，甚至将垃圾债券加入了可以购买的资产清单，因为预计将有一波企业难以在预期的衰退中存活下来。”据 CNBC 财经频道报道称，在美联储表示将提供 2.3 万亿美元的计划以覆盖中小型企业以及美国城市和州之后，股市上涨，美国国债收益率上升，美元下跌。”CNBC 表示，美联储“扩大了企业贷款项目，将其带入一个全新的领域，包括评级低于投资级的公司的 ETF。它先前已经宣布了一项购买投资级公司债券和 ETF 的计划。现在，它还将接受 AAA 级商业抵押贷款支持证券和抵押贷款义务。”
- 彭博社（Bloomberg）报道称，“消息公布后，投资者迅速推高了公司债券和股票的价格。”高收益债券是涨幅最大的债券之一，一些跟踪这些债券的大型 ETF 出现了 10 年来的最大涨幅。据彭博社（Bloomberg）报道，“美联储行动的性质超越了央行购买低评级债券和市政债券的传

统界限，引发了人们对其未来角色的质疑。”

- 《华盛顿邮报》发表社论，美联储将其资产负债表服务于私营部门，在短时间内是必要的，“但是，这将取决于国会提供所需的任何资金——医疗保健，州预算减免和个人收入支持——超出了美联储的职责范围。”
- 《华尔街日报》(the Wall Street Journal) 的一篇社论认为，美联储此举是一个失误，增加了美联储在风险资产方面的敞口(见第 8 页)，忽视了普通民众，而倾向于华尔街。这一决定还对传统的美国资本主义概念构成威胁，因为美联储和财政部已成为美国企业的主要贷款方。

毫无疑问，每个人都迫切地需要对抗击流感大流行，以及所产生的经济影响。不到一个月前，布鲁斯·卡什 (Bruce Karsh) 和我还在思考全球经济衰退的可能性。我们再也听不到这个话题了，更多的讨论都集中在 2021 年 GDP 是否会恢复之前的水平，还是这样的低增速会持续到 2022 年。

现在，我们不再讨论萧条，而是思考各种政府行动的合宜性和长期影响。我不打算详细分析这些计划，但我确实想提出一些问题：

- “无限”是一个有趣的词。该计划真的是无限的吗？这样真的可以吗？迄今为止，已经宣布的刺激、贷款、救助、福利和债券购买总计达数万亿美元。由此增加的联邦赤字和美联储的资产负债表意味着什么？开玩笑地说，政府可以给每个美国人寄一张 100 万美元的支票，花费 330 万亿美元。
- 这样做是否会带来负面影响，例如通货膨胀率上升，美国信誉度下降或美元失去其作为世界储备货币的地位？如果答案是肯定的，那么在 330 万亿美元以下是否存在一个点，从这个点开始显现负面影响。如果存在，在哪里？我们已经走到了吗？

显然，这些政府机构正在做的是缓解经济深度冻结的财务影响。就像我在 3 月 31 日提到的那样，在美国，他们显然有能力分配足够的资金，以弥补企业收入和工人工资的损失。但是，第二季度大部分商品和服务生产损失对美国会产生什么影响？经济将如何反弹，以什么速度反弹？如果我们有起停点，并且工人按照第 4 页的建议那样逐步返工，是否仍可能出现 V 形恢复？如果一些以前每周收入低于 1200 美元的失业工人可以获得更多的福利，那将会有什么影响？

最后，我想谈谈美联储的作用及其行为的影响。就在两个月前，我与 12 家联邦储备银行之一的行长共进晚餐。我问他，鉴于降息空间有限，美联储是否会采取购买公司债券的策略。“不”，他说，“这只会增加政府和机构的义务。”如上所述，几周前，美联储将投资级企业纳入其买入名单，上周，又将一些高收益

证券纳入其中 (BBBs 降至 BB 和一些高收益 ETF)。

它还商业发展公司 (BDC) 提供了监管上的宽松, BDC 主要购买或向中型企业提供贷款。为了帮助这些银行避免在业务活动上受到限制, 美联储表示, 它们可以按 12 月 31 日的价格对这些贷款进行估值。SEC 试图解决一个问题是, BDC 投资组合公司的公允价值暂时减价可能会使杠杆超出监管的最高限额, 从而限制了 BDC 的进一步贷款。因此, SEC 允许 BDC 在计算其资产覆盖率 (杠杆) 时使用调整后的投资组合价值。” (Keefe, Bruyette 和 Woods, 4 月 9 日) 换句话说, 我们处在监管的仙境中, 我们可以不用保证财务数据是准确和最新的。

这些后期的动作令我特别惊讶。美联储购买非投资级债券的目的是什么? 是否要确保所有公司都能借款, 而不论其基本面如何? 它是否想保护债券持有人免受损失, 甚至按市价计算下跌? 谁来为政府买单, 并确保收购价不会过高, 避免违约的发生 (或者没人在乎)?

为什么 SEC 要为杠杆工具提供救济? 如果一个实体被证明是过度杠杆化的, 并且看到它的抵押品被减记, 以至于被限制甚至被清算, 那么对社会有什么损失呢? 为什么应该保护杠杆投资者 (表面上看, 它们不具有系统重要性) 免受痛苦?

在全球金融危机之后, 美联储和财政部采取了一系列行动, 鼓励价格发现, 重燃风险承担, 并重新开放市场。他们作得很好, 他们实现了全球金融危机后的强劲复苏。(当然, 我们可以讨论承担风险的意愿是否反弹得太快、太远了。) 但其中一些措施是通过鼓励市场机制的运作, 而不是直接行动来实现的。现在 SEC 购买债券, 抛弃了规则。这些事情在某个时候变得令人讨厌吗?

我们大多数人相信自由市场体系是资源分配的最好方式, 现在看来, 政府似乎很乐意介入并取代为私人角色。我们现在有一个买家和最后贷款人, 减轻了痛苦, 但接管了自由市场的角色。当人们觉得政府可以保护他们免受其行为带来的惨痛的经济后果时, 这就叫做“道德风险”。“人们和机构免受痛苦, 但从中吸取了糟糕的教训。

一家公司可能会借更多的钱来回购股票; 企业收购者会更多而非更少地使用杠杆; 或者是 REIT 或 CLO 的组织者为了扩大回报而承担更多的债务。在每一种情况下, 如果事情进展顺利, 选择的策略会放大利润, 但如果事情进展不顺利, 它也会放大亏损, 降低度过艰难时期的可能性。如果这些机构在成功时能享受到行动的成果, 而在失败时又能免受损失, 那么就会鼓励冒险, 抑制风险厌恶。

有一句古老的谚语说的是“没有破产的资本主义就像没有地狱的天主教。”它强烈地吸引着我。当参与者对损失有一种健康的恐惧时，市场才会运转得最好。这不应该由美联储或政府来消除它。

现在有些人认为，那些过度举债的人不可能预料到一场疫情及其对经济造成的损害。因此，他们的论点是，政府是把他们从“不是他们的错”中拯救出来，这意味着救助是合理的。就像我之前写的那样，在美国，我认为他们不会因为忽视了一个可能的风险而感到内疚。但不可能（甚至不可预见）的事情时有发生，投资者和商人必须考虑到这种可能性，并承担后果。换句话说，他们必须像一个六英尺高的人那样思考，希望跃过平均五英尺宽的小溪。我看不出有什么理由仅仅因为他们受到伤害的事件是不可预测的，就应该救助他们。

以下是《华尔街日报》对美联储上周（4月9日，重点补充）：

- 大赢家包括非投资级公司债券和房地产投资信托基金，尽管它们存在信贷风险，但现在有资格获得美联储的救助计划。高收益债券和市政债券价格也出现上涨。亚马逊（Amazon）、英特尔（Intel）和英伟达（Nvidia）等成长型企业股价下跌或持平，市场总体反应平平。
- 这反映了美联储新贷款工具的优先次序，以及它在风险曲线上的位置。以美联储在2008年首次使用的定期资产支持证券贷款工具（Term Asset-Backed Securities Loan Facility）为例，该工具已于上月进行了修订。2008年，TALF只接受AAA级证券，并从这些贷款中获利。美联储表示，将接受风险更高的信贷，包括商业抵押贷款证券和抵押贷款债券。
- 这些是华尔街打包成证券的贷款池，它们游说美联储和财政部大力支持TALF的扩张。这意味着，美联储实际上将收购美国最糟糕的购物中心和一些负债最重的公司。损失的机会将会大得多。财政部正在弥补损失，但纳税人面临的风险比美联储在2008-2009年承担的风险更大。
- 美联储可能认为，在病毒危机过去之前，所有这些保护金融系统和降低系统风险的措施都是必不可少的，但毫无疑问，美联储首先是在保护华尔街。其目标似乎是提高资产价格，就像美联储在金融恐慌之后所做的那样，并希望财富效应能够渗透到经济的其他领域。

2008年的银行紧急援助计划，被广泛地认为是政府将华尔街置于普通民众之上的一个案例，它极大地助长了民粹主义。最近这一拯救杠杆贷款机构的举措可能会进一步火上浇油。

市场似乎已经对未来做出了判断。美国死亡人数已经达到 23000 人，而且还在继续上升。每周失业救济人数是历史最高纪录的 10 倍。本季度的 GDP 下降可能是历史上最严重的。但人们对治疗和疫苗的前景感到欢欣鼓舞，投资者得出结论认为，美联储/财政部将采取刺激经济的举措带来 V 形复苏。标普 500 指数自 3 月 23 日触底以来已经上涨了 23%，人们几乎不担心过去市场反弹中通常会出现的政策收紧。

但我的艺术家女婿贾斯汀·比尔 (Justin Beal) 却感到困惑。“我不明白，”他周六告诉我。“病毒猖獗，生意冻结，政府把钱扔得到处都是，尽管税收收入必须下降。市场怎么会上涨得这么厉害？”随着未来的发展，我们会找到答案。

写于 2020 年 4 月 14 日

2020/05/11 不确定性

目前我们在四个领域正经历前所未有的(或至少是非常特殊的)进展:疫情、经济紧缩、油价暴跌和美联储/政府的应对措施。因此,有许多因素需要考虑,这使得未来变得格外难以预测:

- 经济学领域是混乱和不精确的,所以有充足理由称经济学为“惨淡的科学”。与物理等“真正”的科学不同,在经济学领域,没有任何规则可以持续产生确定的结果,就像“如果 a, 那么 b”。只有一些模式时常重复,尽管它们可能是历史上曾发生过的、具备逻辑性的且经常被观察到,但它们仍只是可能性。
- 我在最近几份备忘录中提到哈佛流行病学家马克·利普西奇(Marc Lipsitch)教授的观点。在我引述他关于病毒观察中,包括:(a)事实,(b)基于以往经验的逻辑推论,以及(c)猜测。由于经济学并不精确,显然不存在关于未来经济的任何既定事实。经济学家和投资者试图从过去的模式中得出推论,但这些推论很难说是可靠的。在很多情况下,我认为他们的判断纯属“猜测”。
- 这段日子我常常被问到,“复苏将是 V 型,还是 U 型、W 型或 L 型?”“在你经历过的危机中,哪一次和这次最相似?”回答这样的问题需要借助历史的视角。
- 但是,鉴于上文列举的特殊进展,与今天相关的历史情况并不多,甚至根本没有。也就是说,没有过往的模式可以依赖或者从中作出推断。正如我之前所说,如果从未经历过某件事,就不能说知道结果将会如何。
- 像今天这样的独特发展让预测格外困难,而上述四种情况同时出现,则让预测变得不可能。不仅逐一了解这四种情况存在困难,我们也更无法确定它们会如何相互作用。例如:
 - 美联储/财政部大规模、多方位的贷款、补助、刺激措施和债券购买计划是否足以抵消新冠病毒对经济造成的空前损害?
 - 重新开放会使经济活动恢复到什么程度?又将在多大程度上导致疾病再次蔓延并重启封锁?

对于投资者来说,未来在成千上万的因素共同作用下发生,比如经济的内部运作方式、参与者的心理、外源性事件、政府行为、天气和其他形式的随机事件。

因此,这个问题存在众多变量。就目前的状况而言,它有四个主要组成要素(新冠病毒、经济、石油和美联储),只考虑其中之一:疫情。现在来想想围绕疫情的所有问题:

1. 包括那些无症状感染者，有多少人患病？
2. 与受感染的人接触而导致另一人感染的可能性有多大？
3. 保持社交距离和戴口罩能在多大程度上阻止它的传播？
4. 这些病例将是严重、轻微还是无症状的？为什么？
5. 医护人员的防护衣、医院病床和呼吸机的供应是否充足？
6. 是否可以成功找到治疗方法？它能多大程度上加快痊愈速度并阻止死亡？
7. 致死率与年龄、性别和既往病史有何关系？这种疾病对年轻人的影响会恶化吗？
8. 患过此病并痊愈的人会获得免疫能力吗？免疫效果会是永久性的吗？
9. 病毒会变异吗？免疫是否对新变异病毒有用？
10. 有可能通过注射抗体来预防感染吗？
11. 形成群体免疫需要感染人数达到何种比例，从而才可有效阻止进一步传播？
12. 保持社交距离是否会延迟群体免疫的实现？瑞典的方法更好吗？
13. 疫苗能否被研制出来？什么时候能研制出来？生产和交付所需剂量需要多长时间？美国如何获得这些疫苗？
14. 有多少人会拒绝接种疫苗？会造成什么样的后果？
15. 疫苗接种必须年年更新吗？
16. 病毒会屈服于温暖的天气和潮湿的环境吗？
17. 病毒会永远存在吗？它会像“另一种季节性疾病”一样可控吗？

在以上问题中，我的想法又如何？我的观点是，很少有人能平衡所有这些变量而准确计算出我们的共同风险。这还只是新冠肺炎这一个因素。

现在考虑一下与其他三个因素相关的许多问题。谁能回答这么多的问题，给出有效的答案，考虑它们之间的相互作用，根据它们的重要性适当地权衡各种考量因素，并对它们进行处理，从而得出关于病毒影响的有用结论？

要同时考虑所有这些因素并得出比大多数人更好的结论，需要非凡的头脑。（我相信电脑同样无法胜任，特别是在没有历史先例可循的情况下要进行主观决策。）

评估未来时的挑战在于力求超过平均水平。为什么这一点这么困难？

1. 首先，预测是一个充满竞争的竞技场。论证是否能做出比他人更好预测的难度，不亚于论证市场有效性（以及主动管理的局限性）。

2. 还有成千上万的人也在尝试，他们都不是无名之辈。他们中的许多人受过教育，聪明，勤于数字，勤奋，积极并能够获得大量的数据资源和计算能力。因此，从定义来说，要超过平均水平并不容易。
3. 此外，如上所述，经济学的运作是不精确、不科学和不持续一致的，因此没有一种预测方法或流程是持续有效的。为了说明随机性，我举一个例子，假设在我从商学院毕业时，有人给我一笔巨额预算、一群博士以及丰厚的经济报酬，让我预测每周日橄榄球比赛开球前掷硬币的结果，那我将注定失败。没有人能够成功地预测由随机和不稳定因素所主导的事物。

现在，在类似于今天这样充满压力的时期，得出结论尤其困难：

- 神经科学的最新进展表明，我们不过是在解释自己的想法，存在不同程度的复杂性的“推理机”。换句话说，我们在日常生活中或在填补我们叙述中的空白时，会使用大量基于过往模式的猜测。
- 在压力大的时候尤其如此，因为许多控制我们反应的思考过程都与我们迫切地寻找过往模式并基于此而决定我们行为相关。这就是为什么我们在经济或金融危机发生后匆忙做出反应，也是为什么我们竭力确认 V 型、U 型或 L 型等复苏模式的原因。
- 但是在非常错位的环境下，我们发现这种方法有着严重的局限性。
- 纵观当前的环境，在供应，需求，健康和流动性紧张的情况下，我们可以构建一个由西班牙流感、福岛地震和 2008 年危机中部分因素所组成的集合。但鉴于每一个事件的具体背景，我们从这些事件中所取得的经验的排列组合可能无穷无尽。
- 事实上，若对许多经济预测进行逐一比较，即使是类似的假设，得出的对于这场危机如何结局的结果仍可能是非常不同的。
- 这可能是麻省理工学院的尤西·谢菲 (Yossi Sheffi) 教授提出的“安娜卡列尼娜原则”的一例。套用托尔斯泰的话就是，所有幸福的经济都是相似的，而不幸的经济则各有各的不幸。
- 在截然不同的情况下，我们无法假定对公共卫生或金融干预所得到的反应会是相似的。

这个错误的根本原因在于观察的只是过去事件的普遍反应。但现实并非如此。(摘自瑞银 Evidence Lab and Analytics 的研究主管 Juan-Luis Perez 于 4 月 22 日《金融时报》发表的文章)

因此，有太多的原因导致预测十分困难，包括我们对形成未来的过程理解有

限、其不准确的性质、缺乏历史先例可循、人们行为的不可预见性和随机性的作用，而目前异常的环境更令这些困难加剧。

4月16日，高级经济顾问尼尔·欧文（Neil Irwin）在《纽约时报》上作出精辟总结：

全球经济是一个无限复杂且相互联系的网络。我们每个人都会产生一系列直接的经济相互关系：我们所购物的商店，支付我们工资的雇主，给我们提供住房贷款的银行。但一旦延伸两到三个层次，你就不能确切地知道这些联系究竟是如何相互联系并发生作用的。

反过来，这也表明伴随新冠病毒传播带来的经济不幸令人感到不安。

在未来的几年后，我们会知道当这个网络被摧毁，当数以百万计的相关性同时被破坏时，会发生什么。这可能会开创一个与近几十年来所盛行的情况截然不同的全球经济。

我完全同意欧文在文中所说的话。或者，用我一直以来最喜欢的一句话概括——出自约翰·肯尼斯·加尔布雷斯（John Kenneth Galbraith）：

“世界上有两类预言家：一种不知道未来，另一种不知道自己不知道未来。”

既然提到了我最喜欢的名言，那么我也趁此机会分享一些其他我多年来收藏的关于这个话题的名言（我认为第一句可能是有史以来最伟大的）：

无论多么精明，也无法改变一个事实：所有的知识都是关于过去的，所有的决定都是关于未来的。

—Ian E. Wilson（通用电气前董事长）

知者不言，言者不知。

—老子

人们只能预见恰巧符合他们意愿的未来，而那些最为明显的事实在不受欢迎之时将被忽视。

—乔治·奥威尔

预测创造了未来可知的海市蜃楼。

—彼得·伯恩斯坦

我从不考虑未来——它旋即就到。

—阿尔伯特·爱因斯坦

在未来到来的时候你自然就会知道，在此之前，不要管它。

—埃斯库罗斯

预测通常告诉我们更多预测者自身的情况，而并非未来。

—沃伦·巴菲特

我想这下您明白了我的观点。我坚信未来不可知，并与该观点相处融洽。

虽说如此，但我承认的是，这些言论过于简化，也并不完全正确。实际上有一些关于宏观未来的事情我们是了解的。问题是，大多数情况下这些事情也是人尽皆知的。

例如美国国内生产总值平均每年增长约 2%；冬季取暖用油消费增加；以及大量购物正向线上转移。但是由于每个人都知道这些事，它们显然对于获得高于平均水平的回报不大可能有太多帮助。

如上文所述，大多数人预期会发生的事情（即一致预期），根据其定义，无论何时都会及时体现到资产价格上。由于未来通常与过去非常相似，大多数预测，特别是宏观预测，是基于近期趋势和当前情况而作出的推断，因此也已经反映到价格上。

而由于这种推断在大多数情况下是恰当的，多数人的预测也基本上正确。遗憾的是，由于这些预测已经体现在证券价格上，大多数推断也就无法成为取得高于平均水平的回报的来源。

那些能带来巨大利润的预测则需要准确预见与过去相比存在巨大偏差的未来。不过作出这样的预测首先非常困难，而且极少是正确的。因此，大多数与趋势偏离的预测也同样无法成为高于平均水平的回报的来源。

概括而言：

1. 只有正确预测一个非常不同的未来才有价值；
2. 我们很难作出这样的预测；
3. 而这种非常规的预测极少是正确的；
4. 因此很难成为高于平均水平的预测者；
5. 并且只有高于平均水平的预测，才能带来高于平均水平的回报。

难题就在于：

1. 投资是一门巧妙部署资本以从未来发展中的获利的艺术。
2. 大多数专业投资者力求获取高于平均水平的回报（即他们希望跑赢市场并赚取费用）。
3. 但根据上述逻辑，宏观预测应该无法实现高于平均水平的回报。
4. 而很少有人愿意在宏观未来不可知理论的前提下进行投资。他们在某种程度上能理解预测的困难，却不愿公开（特别是对自己）承认对未来的无知，所以往往很容易忽视预测的困难。
5. 于是他们不断尝试去预测未来的事件，这导致投资界产生了大量的预测。

正如我在最近几期备忘录中所阐述的，我认为，对于有关未来的观点，我们大多数人得出结论的过程在很大程度上反映了我们的偏见。

鉴于目前乐观预测和悲观预测之间存在着巨大的鸿沟，以及不可能在基于事实和历史先例（因为没有先例）的情况下在二者之间作出选择，下面我将就偏见这一角色继续思考。

投资者会犯的一个最大的错误就是无视或否认自己的偏见。如果存在导致我们的决策流程不够客观的因素，我们就应该直面这一事实，以免被这些因素所左右。

我们的偏见可能是在不知不觉中形成的，但它们的影响力巨大。当我读到那些探讨为新冠疫情提供足够检测或为小型企业提供支持有多困难的报道时，我为自己警惕性的观点得到印证而感到欣慰，并在思想上会轻易接纳这些。

可是，当我听到探讨重启经济的好处或者可能形成群体免疫的报道时，我脑海中会同样轻易的跳出反对的观点，而我的担忧丝毫没有减少。这里正是“确认偏差（confirmation bias）”的一个典型例子：

一旦我们形成某种观点，就会积极接纳确认这一观点的信息，而无视或否定质疑这种观点的信息。确认偏差表明，我们没有客观地看待情况。我们会选择那些让我们感觉良好的数据，因为这些数据确认了我们的偏见。因此，我们可能会陷入自我假设的牢笼。

—2015 年 4 月 23 日发表的《今日心理学》

赫什马特（Shahram Heshmat）

就像保罗西蒙（Paul Simon）50 年前写的《拳击手》的歌词一样：“……一个人只能听见他想听见的并否定其他所有的。”

虽然我过去并不知道这一理论的名字，但长期以来我一直都有意识到自己存在偏见。在近期的一份备忘录中，我讲到 50 年前的故事，当时我是花旗银行的办公设备行业分析师，有人问我谁是最优秀的研究施乐公司的卖方分析师。我的回答很简单：“和我观点最为一致的某某人。”大多数人都不太可能高度肯定与他们持有相反观点的人。所以当我们考虑引用哪位经济学家的话、尊敬哪位投资者和从哪里获得信息时，很有可能他们的观点和我们的一样。

当然，极端的说，这导致了美国如今不幸的两极分化。新闻机构几十年前就意识到，人们喜欢消费那些证实他们观点的报道，而不愿质疑自己的看法（或保持中立）。很少有人关注反映不同观点的媒体。大多数人只看一份报刊、一个有线新闻频道或政治网站。而其中公平反映出事物正反两面的为数不多。所以大多数人听到的新闻内容与辩论台另一方听到的完全不同。当你听到的所有事实和观点都印证你的想法时，你在精神上会比较放松，但并不十分充实。

理想的情况是怎样的？一个冷静、思想开放和客观的过程。如果这些都是普遍存在的，我们所有人不是都会更好吗？

赞扬怀疑的精神

我最喜欢的另一个讨论主题，是承认我们的无知有多么重要。抱歉，我在这些备忘录中一再重复这个主题。

首先，如果我们想在投资上取得超越他人的成就，需要制定一个战略。帮你走向成功投资的道路可以有多种构建方式，比如：对公司、行业和证券进行深入研究；套利；算法投资；因子投资；甚至指数化投资。但如果我对宏观预测难度的看法是正确的，对大多数人来说，宏观预测不是其中之一。

其次，或许更重要的是，过度相信预测，对你的财务健康而言可能是较为危险的。引用马克·吐温和其他几个人的名言概括再合适不过了：

让我们陷入困境的不是无知，而是坚信已知的谬论。

寥寥两句，却蕴含着极大的智慧。任何以“我不知道，但是.....”或“我可能是错的，但是.....”开头的说法很少使人陷入巨大窘境。如果我们承认存在不确定性因素，我们就会在投资前进行调查，反复检查我们的结论，并谨慎行事。当时机合适的时候，我们可能会进行布局优化，但不大可能会突然遭受重创或崩盘。另一方面，那些自信的人可能会放弃这些做法，如果他们十分确信而错判了，如引言所说，结果可能是灾难性的。

从这方面来看投资是富有挑战性的，与其他许多领域一样。主动投资者必须充满信心。耶鲁大学的大卫·斯文森（David Swensen）说得恰如其分，正因此我常常在备忘录和我的书中引用他的话：

建立并维持非常规的投资组合，需要投资者能跳出舒适圈而接受特殊的投资组合，这些投资组合在常规投资人士看来可能是极不明智的选择。

—大卫·斯文森的著作《机构投资的创新之路》

要比大多数人做得更好，您需要敢于与别人不同。正如斯文森（Swensen）所述，所有伟大的投资都始于令人不适的环境，因为每个人都喜欢且感觉良好的东西不大可能是“便宜货”。但是投资那些不受青睐的领域——冒着不随大流和似乎犯下重大错误的风险——需要信心和决心。在投资者的才智逐渐得到验证并最

终成为赢家之前，投资者需要坚定的信心在价格下跌时保持持仓，甚至也许以更低的价格增持。同时，投资者冒着可能放弃至今所取得的部分收益的风险，继续持有一项其认为仍有上行潜力但已有较多升值的投资同样需要信心。

可是什么时候基于理性的自信会变成傲慢和固执呢？这是一个关键问题。只有在投资主题最终被证实正确并如预期发展的情况下，保持持仓并在价格下跌时增持才是一个好主意。换句话说，什么时候才会考虑到你可能是错的？

自我投资生涯伊始，就始终对不确定性有所感知。但我不认为这是件坏事：

- “心惊胆颤地投资”——更富有修辞的说法为“采取适当的风险规避”——将推动投资者开展详尽的尽职调查，采用保守性假设，坚守充足的安全边际避免亏损，并且只在潜在回报至少与风险相当的时候进行投资。事实上，我认为担忧会让投资者更加专注。小心翼翼地投资会减少犯错的次数，尽管代价可能是无法最大限度地从牛市中获利。
- 当我在 1978 年开始投资高收益债券时，以及当我和布鲁斯·高树（Bruce Karsh）在 1988 年首次瞄准困境债务时，似乎很明显的一点是，在这种具有不确定性的投资领域，通往长期成功的道路在于避免损失，而不是瞄准最高回报。这使橡树得以发展至今，而许多我们曾经的竞争对手已不复存在了。
- 我可以告诉您，在金融危机中，雷曼兄弟破产后我们都感到了巨大的不确定性。如果您没有感受到，那就有问题了；因为当时金融系统很有可能崩溃。当我们开始投资买入的时候，布鲁斯经常来找我，说：“我觉得我们的投资速度太慢了。”第二天，他又说：“我觉得我们的投资速度太快了。”但这并没有阻止他在 2008 年最后 15 周以每周平均 4.5 亿美元的速度投资。我认为布鲁斯克服疑虑的能力帮助他找到了正确的投资节奏。

“处理你不知道的事情”这个话题让我想起了几年前看到的一个短语，我认为它很重要：智识谦逊（intellectual humility）。

文中第一次引起我注意的部分是：

杜克大学的一项新研究表明，“智识谦逊”在个性特征中可能像派对中舞池边的壁花一样，在学术上获得的关注远远少于自负或敌意等傲慢品质。然而，这一很少被研究的个性特征可能会影响人们在政治、健康和其他领域的决策能力.....

根据作者的定义，智识谦逊是自大或自负的反义词。通俗地说，它

类似于开放的思想。利里说，睿智而谦逊的人可能有很强的信念，但也会认识到自己的缺陷，无论事情大小，愿意坦然承认错误。

艾莉森·琼斯，摘自 2017 年 3 月 17 日发表的杜克大学日刊

为了显得更专业一点，下面几段为对上面所引文章的有用讨论：

智识谦逊一词有多种定义，但大多数的定义都集中于一个概念，即智识谦逊包括承认自己的信念和观点可能并不正确.....智识谦逊的有些定义包括其他特质或特征——如低防御性，欣赏他人的智力优势，或亲社会取向.....

一种概念化的定义是，智识谦逊指认识到某一特定的个人信念可能会出错，并且能够适当注意到该信念的证据基础的局限性，以及个人在获取和评估相关信息方面的局限性。该定义限定了核心特征（承认某人的信念可能是错误的），并且将智识谦逊与对自己的知识或理解缺乏信心加以区别。由于知道自己的信念所依赖的证据可能存在局限性或者有缺陷，抑或可能缺乏相关信息，或者自己可能并不具备专业知识或能力去理解和评估相关证据，而暂时对某个信念不确定或持有较低的信心，这些都不是智识谦逊。

摘自 The Psychology of Intellectual Humility

马克·利里，杜克大学

“注意到证据基础的局限性”（或注意到未来不确定性造成的局限性）是一个更进一步的重要概念。以下是我在《周期》（Mastering the Market Cycle）一书中讨论的内容：

大多数人觉得，应对未来的办法就是对未来会发生什么形成自己的预测，也许是利用一个概率分布。我认为事实上要应对未来，我们必须做到两点，并不是一点。我们除了要对未来所发生的事情形成自己的预判外，还要估量自己这个预判有多大可能性被证明是正确的。有些事情，我们在预测时对自己的信心很大（例如，我们预测某信用评级为投资级别的债券是否会按约支付利息）；有些事情，我们在预测时无法确定（比如，亚马逊十年后会不会继续是在线零售领域的领导者）；有些事情，我们是完全不可预知的（比如，下个月股票市场会涨还是会跌）。我这里要说的是，并不是所有的预测都有相同的正确可能性，因

此我们并不能同等地信赖所有预测。我认为，大多数人并没有认识到这一点，尽管他们本来应该了解这一点。

简而言之，我们必须对自己能正确预测未来的可能性有一个现实的认识，然后再选择行动方案并决定下注多少。任何对世界、经济或市场的未来确定无疑的人都可能是在自欺欺人。

所有一切都归结于如何处理不确定因素。对我来说，首先要承认不确定因素，并适度地给予尊重。正如安妮·杜克（Annie Duke）的话，优秀扑克玩家和优秀决策者的共同之处在于，他们都能坦然面对这个充满不确定性且不可预测的世界。

他们明白，几乎永远不可能预知最终结果。因此他们拥抱这种不确定性，与其专注于寻找确定因素，他们试图弄清楚自己有多不确定，尽可能做出自己最好的预测。（《对押注的思考》）

简单地说，智识谦逊代表“我不确定”，“别人可能是对的”，甚至“我可能是错的”。我认为这是投资者所必备的一个特质；很多我喜欢与之交往的人身上都有这一特质。

就像我在构思备忘录时时常发生的一样，最近我从在芝加哥大学的朋友莱斯利·利希滕斯坦（Leslie Lichtenstein）处得到了一份十分有用的笔记，它把谦逊这一概念与当前的事件联系起来。她这样写道：

今天早上，我在《行为科学家（Behavioral Scientist）》杂志读到一篇文章，作者是斯德哥尔摩大学实践哲学教授埃里克·安格（Eric Anger），题目是“意识上的谦逊——了解自己在疫情中的局限性（Epistemic Humility - Knowing Your Limits in a Pandemic）”，这让我想起了你和你最近写的几篇备忘录。

文章开篇引用了 1871 年查尔斯·达尔文的名言——“无知比知识更容易带来自信。”文章接着说，“成为真正的专家不仅要了解这个世界，而且还要知道你的知识和专长的局限性。”（摘自莱斯利笔记）

对此我完全认同，对任何事都确定的人并不比对任何事都不确定的人更高明。真正的专家的自信源于理性，并且与证据的多少成正比。莱斯利的笔记促使我去

查了她所引文章的原文，当中我发现了很多值得分享的内容：

- 在疫情期间，知识是非常缺乏的。我们不知道有多少人被感染，或有多少人将被感染。关于如何治疗病人，以及如何帮助没有感染的人预防感染，我们还有很多东西要学。对于医疗、经济或是供应分配方面的最佳政策，存在着合理的分歧。尽管全世界的科学家都在努力齐心协力地解决这些问题，但离最终答案仍有一些距离。
- 我们目前缺乏的另一件事情是，意识到我们知道的太少.....
- 鉴于我们对新威胁存在明显而不可避免的无知，频繁地表现出极度自信似乎有些怪异。然而，过度自信的问题在于，它在大部分时间里困扰着我们大多数人。这是认知心理学家的观点，他们对这一现象进行了半个世纪的系统性研究。过度自信被称为“所有心理偏见的根源.....”
- 问题的关键不在于真正的专家是不是应该对他们的信念有所保留，也不在于他们是不是不应该坚定地表达自己的观点。毕竟，有些观点比其他观点有更多的证据支持，而我们应当对此直言不讳。关键在于真正的专家在表达自己的观点时应当运用恰当的自信——即有依据的、一定程度上的自信.....
- 将您在电视上听到的和医学统计学家罗伯特·格兰特（Robert Grant）的一条推文内容进行比较：“我在大学里研究过这个东西，做了几十年的数据分析，写了几份英国国家医疗服务体系（NHS）指南（包括一份针对传染病的指南），并且给医疗卫生专业人士讲授过。研究得越多越谨慎，所以你看不到我做任何有关冠状病毒的预测.....”
- 认知上的谦逊是一种智慧的美德。它基于认识到我们的知识总是临时的和不完整的——并且需要根据新的证据加以修正。格兰特明白我们在这种艰难环境下的无知程度；而其他的人却不明白。缺乏认知谦逊是一种缺陷，它会对我们的私人生活和公共政策造成巨大的损害。
- 校准你的自信是很棘手的事。正如贾斯汀·克鲁格（Justin Kruger）和大卫·邓宁（David Dunning）所强调的，我们的认知和元认知技能是相互交织的。缺乏执行任务所需认知技能的人，通常也缺乏评估自己的表现所需的元认知技能。不称职的人处于双重劣势，因为他们不仅无法胜任，而且可能没有意识到加尔布雷思（Galbraith）所说的“不知道他们不知道的预测者”。这对业余流行病学家有着直接的影响。如果您不具备自己进行高级流行病学建模所需的技能，就应该假定自己无法区分模型的好坏。
-没有什么比学会去伪存真更加重要——区别提供来源可靠信息的专家与提供少量误导信息的假行家。可悲的是，后者非常常见，一部分原因是电视和政治对他们的需求更大。很难分辨谁是真专家，谁是假专家。但注意他们的自信程度是一个线索。对于那些没有相关信息以及不具备处理这些

信息所需要的经验和培训，但极度自信地表达自己观点的人，我们可以放心地将其归为假行家，以观后效.....

- 再说一遍，有自己的观点甚至是带着极大的信心在公开场合表达出来是一件很好的事情。关键是，与假行家不一样的是，真正的专家在表达观点时会意识到自身的局限性。所有希望自己的观点被真诚重视的专业人士都不吝于表现出认识上的谦逊品行。（Eric Anger，《行为科学家 (Behavioral Scientist)》，4月13日）

这个问题我想的越多，底线就越清晰：

1. 世界是一个不确定的地方。
2. 如今比我们有生以来任何时候都更加地不确定。
3. 几乎没有人比其他人更了解未来。
4. 然而，投资完全是与未来打交道的行为，这意味着投资者无法避免要作出关于未来的决定。
5. 自信在投资中是不可或缺的，但过度自信可能是致命的。
6. 事物越大（世界、经济、市场、货币和利率），获得高超知识的可能性就越小。
7. 即使是对较小事物（公司、行业和证券），我们的决定也必须建立在对更宏大事物的假设之上，所以它们也是不确定的。
8. 明智地处理不确定性的能力是最重要的技能之一。
9. 为此，我们应该了解我们的预见能力的局限性，以及给定的预测是否比大多数预测更可靠。
10. 任何不这样做的人都有可能走向失败。

正如第 4 页所引用的文章中尼尔·欧文（Neil Irwin）写道：

在如此不确定的情况下，对未来 5 年、甚至 5 个月的世界经济秩序作出过度自信的预测，都是愚蠢的。

还是伏尔泰在 250 年前说得最好：

心存怀疑虽令人不快，但深信不疑则为荒唐。

写于 2020 年 5 月 11 日

2020/05/28 不确定性 II

之前写过几次，我经常在备忘录正要定稿前遇到些非常值得添加的东西。这次则没那么幸运：在《不确定性》发表两周之后，我的妻子 Nancy 才让我注意到一篇重要的文章。这篇文章的出现，以及另一个潜在的添加内容，促使我写下那篇备忘录的补笔。我有一些想法要补充下，基本上都与“预知”这个主题有关。

没有人知道将发生什么

上面的标题是哥伦比亚大学人文学科教授 Mark Lilla 的一篇精彩文章的标题，这篇文章出现在上周日的《纽约时报》上。（你可能还记得我之前讨论过，我们倾向于对与自身意见一致的人给予高度评价。我欣然承认，我如此喜欢这篇文章的原因可能在于，它证实了我在《不确定性》中所说的很多内容。）以下是这篇文章的一些节选：

“最好的预言家，”托马斯·霍布斯（Thomas Hobbes）曾经写道，“即是最好的猜测者。”这似乎便是关于我们预测未来能力的最后论断：我们没办法。

但这是一个人类从来都无法接受的事实。面临紧迫危险的人们，总想听到一个他们可以从中得到保证的权威声音；他们希望被告知将会发生什么，他们应该如何准备，以及一切都会好好的。看来我们似乎并没被设计好去活在不确定性之中。卢梭（Rousseau）说当事情真的很重要时，我们宁可犯错也不愿什么都不信，他说这话只稍微夸大了一点.....

除了真正的冠状病毒生物学——我们仅仅刚开始了解——之外，没有什么预先注定的。有多少人会因此得病，取决于他们如何行为、我们如何检测、如何治疗，以及我们在研发疫苗方面有多幸运。

这些决策的结果进而将限制雇主、市长、大学校长和体育俱乐部老板们在重新开放时面临的选择。然后他们的决策将反馈到我们自身的决策，包括今年 11 月我们选谁当总统。而这次选举的结果将对今后四年的发展产生最大影响。

这场疫情清楚地说明了我们对未来肩负着多么重大的责任，以及我们在做出明智决策和预期后果方面所需的知识有多么的不足。也许这就

是为什么我们的先知和占卜师跟不上对预见的需求。

某种程度上，人们一定在想，他们对预先注定的东西了解得越多，他们能掌控的就越多。这是一种错觉。人类总想要觉得自己正在快步走向未来，而事实上，我们却一直在雾中的人行道上轻敲着拐杖。

在当下这个时刻，一剂谦逊对我们有所好处。它也许还能帮助我们接受我们一直生活在其中的极端不确定性。让我们把先知和占卜师们退休吧。

Lilla 的文章将《不确定性》和其他几篇最近的备忘录中的几个主题聚集到了一起：

- 人类对能够帮我们驾驭未来的预测的渴求，
- 未来受多种未来发展的制约，
- 我们自身通过我们做出的决策来影响未来的能力，
- 每个发展的不可预测性，
- 从而预测的徒劳，
- 承认我们对未来无知的重要性，以及从而
- 理智谦逊的普遍重要性。

像这篇以及我在上一篇备忘录中引用的那些文章，应该将这些观点向每个人都彻底讲明白了。但人们极少能完全接受这一点，即我们必须在不知晓未来的情况下做出关于未来的决策。

路径依赖的未来

预测者的行为似乎好像未来已经存在，而我们所要做的只是足够聪明得以识别它。但这忽略了一个事实，即我们所有人——以及许多其他影响因素——都在通过我们集体行动来不断地创造着未来。

Lilla 在他的文章中论述道：“.....Covid 之后的未来并不存在。只有我们创造了它，它才存在。”我认为这是一个非常重要的概念。我们也许在今天预测未来，我们甚至可能正确地评估了今天的环境和行为在未来可能导致什么。但是，只有当没有人及任何事物导致未来在当前与其到来那天之间变得不同时，这个预测才会被证明是对的。因此，我将重复我之前引用的 Lilla 的：

有多少人会因（冠状病毒）得病，取决于他们如何行为、我们如何检测、如何治疗，以及我们在研发疫苗方面有多幸运。

不仅是病毒会如何表现、变化、传播、对温暖天气做出反应和感染，还有我们将会多快重新开放经济，当我们重新开放时人们将会如何表现，那时病毒又会做什么？胡佛研究所(Hoover Institution)的经济学家、社会理论家 Thomas Sowell 让我们得以一瞥这些事物在另一个领域是如何运作的：

经济学家经常被要求预测经济会如何。但经济预测需要预测政客们会做什么——而没有什么比这更不可预测的了。

政客们的不可预测性只是今天使未来复杂化的众多变量之一。我们不仅不能预测人们的行为以及其他许多将决定病毒传播过程及其对经济影响的事物，而且我们当然也同样不能预测他们何时会做出这些行为，而这也同样重要。

听哪位专家的？

在《不确定性》这篇备忘录中，我引用了 Erik Angner 文章中相当长的篇幅。其中最有趣的观点之一如下：

缺乏执行任务所需的认知技能的人，通常也缺乏评估其表现所需的元认知技能。不胜任的人处于双重劣势，因为他们不仅不胜任，而且很可能没有意识到这一点。（《行为科学家》，4 月 13 日）

根据定义，在一个需要卓越判断力的给定领域中缺乏专业知识的人，同样也缺乏评估他们专业知识水平所需要的专业知识。正如我提到过的，他们即是 John Kenneth Galbraith 说的“不知道自己什么都不知道”的预测者。

重读自己的备忘录时，我意识到我遗漏了一个重要的进一步后果。大多数人不仅未能具备卓越的专业知识——以及了解这些专业知识的能力——而且他们同样缺乏弄明白谁才真正有这些专业知识的能力。这就是困难所在：你可能必须得成为某个领域的专家，如此才有能力弄明白谁是真正的专家。这就是为什么大多数领域的研究都要接受“同行评议”，意思是专家的评议（不要与“某人同僚组成的陪审团”相混淆，意思是其他非专业的公民）。

然而，在最大的问题，比如今天的这些问题上，责任落在哪里？答案不可能是“在专家们身上”。《华尔街日报》的一篇文章阐述了这种两难困境：

治理国家，至少在总统这个层面上，是在不完全信息下，在相互抵触的选项中做出艰难的选择。容易一些的问题早就被解决了，到不了椭圆办公室（译注：白宫总统办公室）。科学数据和公众情绪都不能恰当地回答民选官员所面临的问题。两者都很重要，也都必须纳入政治领袖所做的判断之中。但这两者都无法取代那个至关重要的判断行为.....

总统的工作——不仅是在危机时期——经常牵涉听取专家们互相争执，然后承担在它们中间选择其一的责任，穿越机会和危险指出一条明路。做好这件事的能力包含其自身的实践智慧、一种评判专业知识的专业知识.....

《有专家们还不够》，5月16-17日

如今，像其他所有人一样，我被关于迅速重新开放美国经济是否明智的各种相互冲突的观点所轰炸。然而我意识到，不仅是我关于这个话题的观点价值甚微，而且我也没有能够确知谁的观点才真正有价值所需的专业知识。我确切知道的是，最不应该做的事情就是选择了一位专家，仅仅因为他或她的观点与我一致，从而让确认偏误影响了我的决策。

此外，在考虑专业知识时，我们必须谨防我们社会中的一些危险倾向：

- 将一般智力与给定领域有关事实的知识相混淆；
- 将事实性知识和卓越洞察力相混淆；
- 将专业知识及洞察力与预测未来的能力混为一谈；
- 将某一领域的专家当做他们对其他所有领域都知识渊博；以及
- 将富有和成功的人归功于上述一切。

因此，正如我在之前备忘录中所描述的，当我出国旅行时，经常被问及对东道国的经济及其潜力有何看法。“为什么问我呢？”我回应说，“你住在这里。”仅仅因为我对投资和美国有些了解，为什么我就必然对其他领域和国家有什么重要的洞见呢？

我们在电视上看到医生或公共卫生官员们猛烈抨击迅速重新开放经济。关于冠状病毒的医疗和公共卫生方面，以及应该如何应对，他们可能比我们大多数人懂得更多，他们的建议很可能令我们得以存活。但另一方面，由于他们不是经济

学家，我们应该假定他们仅仅是从最小化死亡数的立场来回答问题。他们可能并不会考虑重启经济的重要性，或者如何平衡两方面考量。

另一方面，我们看到商人和经济学家们谈论重新开放的必要性，以最小化保持经济深度冻结状态产生的损害。但是他们对人类生命的代价又了解多少呢？当然，并没有什么算法或公认的流程可以在二者间做决定。这关乎判断，而非专业知识。

我最近读到一篇文章，关于一位经常被引用的自由主义律师及法律学者（这里未提及姓名，因为我惯例不评论具体个人），其在 3 月中旬预言美国死于 Covid-19 的人数不会超过 500 人（后来他发现自己分析中存在的统计误差，又向上修正至 5000 人）。尽管他承认自己没有医学专业知识，他还是说他确实比医生们更了解进化论及其对该病毒的适用性。他的观点显然在当时的保守派群体中很有分量。

记者们，本身并非专家，必须咨询专家才能写出报道。但是他们都如何选择和审查他们所引用的专家呢？他们的选择在多大程度上是由我们所倾向的确认偏误以及他们所想证明的结论来决定的呢？根据我的经验，我对一个主题了解得越多，我对相关媒体的报道就越不感冒。

同样地，民选官员也极少是他们所必须做出决策的领域内的专家。他们同样别无选择，只能倚赖专家。但他们如何选择专家呢？他们可会在任何时候咨询另一党派的专家吗？我最近读了一篇《华尔街日报》的专栏评论，作者是一位保守派参议员，其明确指出，保守派和自由派在重新开放经济和最小化感染数方面意见不同。这样笼统的（并且可能是不科学的）概括更有可能是一种恰当的观察，抑或是意识形态分化导致的认知偏误的一个例子？

所以，（a）真正的专业知识是稀缺且范围有限的，（b）专业知识和预测能力是两个不同的东西，还有（c）我们都应该当心我们听从的是谁，以及我们对他们的声明给予多大分量。

还有另一件事：诚如 Lilla 所写的，“面临紧迫危险的人们，总想听到一个权威声音……”因此他们倾向于对一个热门的“先知”投入过度的信仰。当结果发现他或她是一个不够完美的预测者，只不过是人类时，他们就去找寻下一个人去傅油（神圣化）。他们从来不会说，“我猜预测是行不通的。”我对一般人都会这么说，包括那些寻求帮助以不承担风险或努力就能赚钱的人。

一个活生生的例子

最后，相关地，我想提一下 5 月 19 日合作基金 (Collaborative Fund) 的 Morgan House1 的一篇文章，他是一位有洞察力的评论员，他的哲学和行为观察总是与我有共鸣。在文章中，他讲述了两个朋友的故事，在他们青少年时经常光顾的度假村，他经常和他俩一起滑雪冒险越出边界。一天，他的朋友们二次出去滑雪，他没有什么特别理由却刚好推辞了，然后一场反常的雪崩夺走了他们的生命。以下是他的总结：

我不知道 Brendan 和 Bryan 的死是否真的影响了我如何投资。但它让我睁开双眼看到风险有三个不同的方面：

1. 你被击中的几率
2. 被击中的平均后果
3. 被击中的末位后果

前两个容易理解。最难学的是第三个，并且通常只能通过经验才能学到。我们滑雪时知道自己在冒险。我们知道越出边界是错的，而且可能会被抓住。但在 17 岁的时候，我们认为风险的后果意味着我们的教练可能会对我们大吼。也许我们那年的季度通行证会被吊销。

我们从来，一次都没有，想过我们会付出终极代价。

可是一旦你经历了像这样的事情，你就意识到末位的结果——那个低概率、高影响的事件——才是最重要的。在投资中，风险的平均后果构成了每日的新闻头条。但风险的末位后果——比如瘟疫和萧条——是载入史册的东西。它们是最重要的。它们是你所应该关注的全部。我们过去一年一直在争论经济风险是否意味着美联储将利率定在 0.25% 还是 0.5%。然后 3600 万人在两个月内因为病毒丢掉了工作。这是荒谬的。

末位事件才是最重要的。

这就引出了与有关投资的一个大难题。由于我们对未来一无所知，我们别无选择，只能依靠对既往模式的推断。说“既往模式”，意思是指在过去所通常发生的事及其严重性。然而，没有理由 (a) 事情不能发生得与过去所发生的事情不同，以及 (b) 未来事件不能比过去事件的严重性和后果更糟。当我们指望过去的“最差情况”作为指导时，并没有什么理由未来的经验就应该局限于过去的“最

差情况”。但是不依靠过去告诉我们最差情况的话，我们就不大知道如何投资我们的资本或者如何生活。

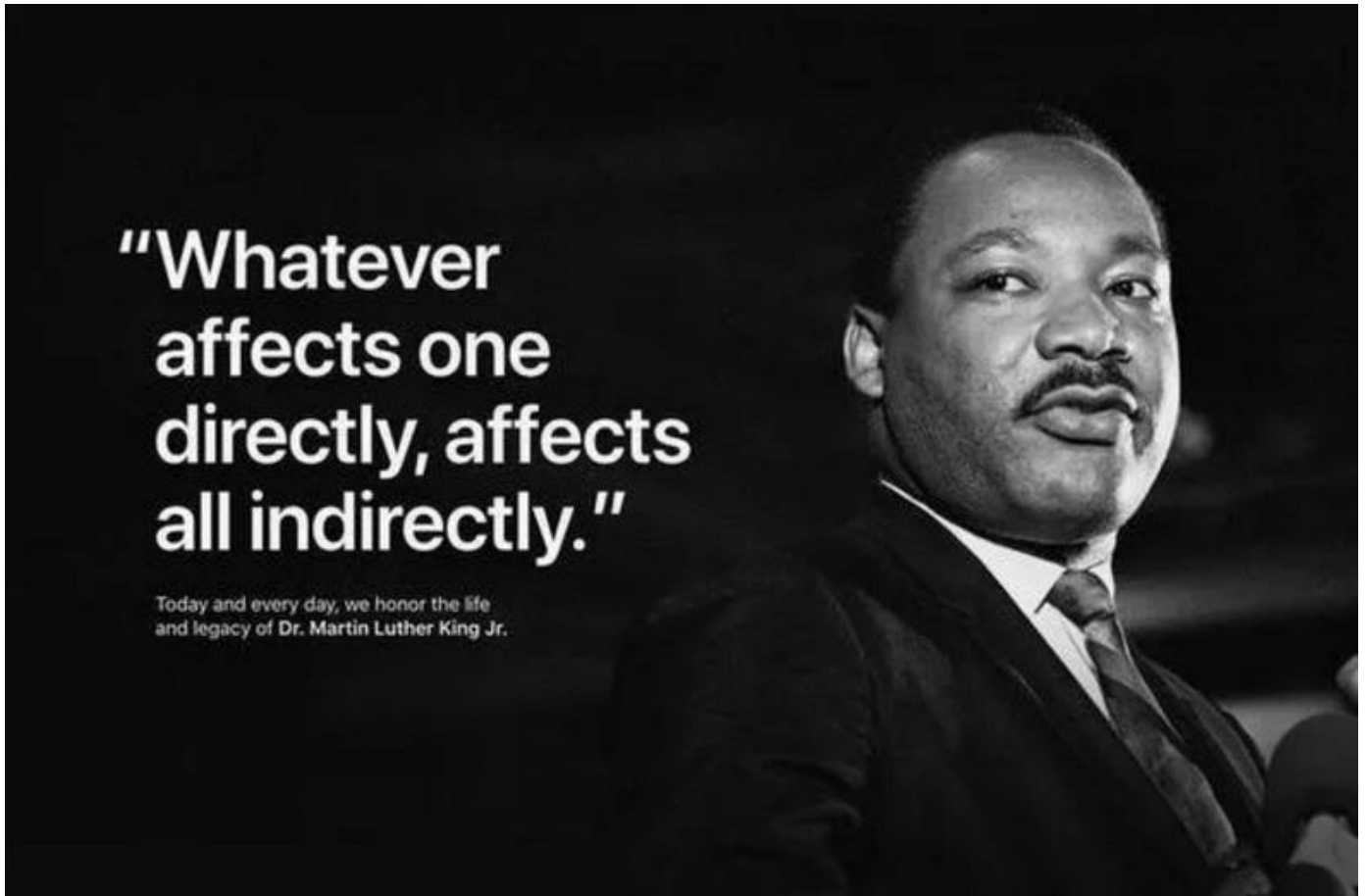
很多年前，我的朋友 Ric Kayne 指出，“95%的金融历史都发生在两个标准差范围内，而有趣的事情都发生在两个标准差范围之外。”可以说，泡沫和崩盘落在两个标准差之外，但它们就是创造和消灭最大财富的事件。我们无法预先知道多少它们的性质或维度。或者预先知道罕见的、外生的事件，比如瘟疫。

2001 年，我写了一篇名为《你无法预测 你可以准备》的备忘录。乍一看，这似乎是种矛盾修辞。如果我们无法预测，我们又怎么能为其做准备呢？反过来说，如果最大的极端情况和最具影响力的外生事件是不可预测的，我们如何为它们做准备？我们可以做得到，是通过认识到它们不可避免会发生，以及通过当经济发展和投资者行为致使市场更易受不利事件损害时，将投资组合变得更谨慎一些。

这个推理过程表明了一丝好消息：我们可能无法预测未来，但这并不意味着我们无力应对未来。

写于 2020 年 5 月 28 日

2020/06/11 远远不够



“任何直接影响到他人的事物，都会间接影响到所有人。在你成为你应当成为的人之前，我永远无法成为我应该成为的人。这就是现实世界相互关联的结构。”

—马丁·路德·金（1965年）

“只有在不是受害者的人和受害者一样愤慨时，正义才能得到伸张。”

—本杰明·富兰克林（1750年）

前几周乔治·弗洛伊德被一名明尼苏达州的警察杀害，这名警察用膝盖压住他的脖子接近九分钟的时间，而另外三名警察就站在一边袖手旁观、无动于衷。因为此事，在全美国各大城市、在全世界范围内，人们都在举行和平抗议，有些地方还发生了暴乱。

黑人和其他有色人种在我们国家遭受了非常明显的不公平对待，在我们看来，乔治·弗洛伊德之死只是又新增了一个案例。有色人种所遭遇的不公平对待可以列出长长的清单，包括来自警察的种族形象定性（racial profiling，指警察

因肤色或种族而不是证据怀疑人犯罪)、骚扰、暴力伤害甚至杀戮；有色人种居高不下的吸毒率、起诉率、监禁率和判决率；有色人种在教育机会、工作机会、薪酬、医疗资源、社区安全、居住环境、金融安全方面的不平等；每一天他们都生活在令人丧失信心的屈辱之中，担心着孩子们的生命安全；就连有色人种的新冠病毒感染率和致死率也高于平均水平。

现在很多美国人都在为黑人所遭受的不公平待遇发声，社会领袖、政府、企业都发表了声明，以表示他们对黑人的支持。我赞同他们，并且我想表达自己对现状的强烈不满。

我写下这篇备忘录时感到内心挣扎，所以它姗姗来迟。我不是一个社会评论家，也没有什么独特的见解，我只想表达我生而为本性的本性。我不认为自己知道这些社会问题的解决方案，也没有办法采取任何措施。我非常害怕给人留下道貌岸然的印象，尤其害怕自己所说的话会让人感到冷漠、居高临下、受到伤害。我心怀善念，一直想做一个善良、体贴、包容的人。但是现在我意识到了，仅仅做到这些还远远不够。

和前文列举出的那些不公平现象相关的数据让我感到震惊，如今种族主义已经在个人层面的和社会层面制度化、习俗化，而其根源要追溯到奴隶制度的原罪。在这些令人不适的数据背后，千千万万的个体正在经历痛苦。尽管在半个世纪之前黑人的公民权利之战已经取得了“胜利”，我们也一直都在谈论社会在种族方面的进步，但是，在当今社会中，仍然有许多人没有平等的机会。

那些无法得到优质教育机会的青少年，他们没有任何希望，甚至不敢去想象自己可以实现梦想。那些无法解决家庭温饱的母亲们，她们只能带着忧愁、憎恨或者愤怒冷眼旁观，看着这个令他们处处受阻的世界。那些需要和孩子进行“那种谈话”的父亲们，他们需要叮嘱孩子们服从警察、不要太快移动自己的手、晚上不能在街上奔跑。那些在高档社区散步的人们，他们会被拦下来盘问为什么出现在这里。那些不能享受社会隔离的“奢侈”、不能确保自己生命安全的人们，他们在疫情期间也必须出去工作，必须和其他人近距离接触，以至于他们回家之后让自己的孩子或者父母也染上了病毒。那些把孩子送出去的父母，每一天他们都不确定是否还能再见到自己的孩子。一想到这些我就感到心碎。我深切的同情那些被迫在这样的状况中煎熬的人们，但是我也知道，我需要做的事不仅仅是同情。

我在很多备忘录里面都写到，20世纪下半叶的经济发展使得“水涨船高”，经济发展让国家变得富裕，但是并没有让所有人都受益，财富只流向了部分人群。目前经济增长的浪潮不再像过去那样强劲，但是分配的不公平却进一步加剧，那

些受过教育或者拥有资本的人所享有的红利被放大,分配的不公平已经超出了可接受的范围,尤其是对于那些越来越贫困的人口。很可惜我们花了这么长时间才阐明这个问题。

如果仅仅只是因为肤色或者种族不同,有些人就无法拥有最基本的人权和机会,那么这个国家是无法长久的。这个道理在今天是正确的,随着我们国家少数民族群比例的上升、当少数民族群成为主要人群时,这句话在今后会更加彰显出其正确性。

基于人种、肤色或者种族形成“鄙视链”,将人分为三六九等,这种行为使得成千上万的少数人种遭受痛苦,这种所谓的“人的本能”显然是没有人性的。很多人对他人所经历痛苦、贫困和不平等漠不关心、无动于衷,甚至试图通过征服或者虐待他人的方式让自己感觉良好。他们这么做的原因很多,也许是出于历史原因,也许是因为自己在经济上没有保障,也许是因为自身家庭教养,也许是人们倾向于将“我们与他们”的对立作为一条基本原则,又或许是因为他们自己的厄运或者缺陷。最近几周发生的事情给我们带来了经验教训,我们不应该再纵容那些种族主义者所造成的伤害。

人们常常说我们应该“穿着别人的鞋走一公里”,站在别人的立场换位思考,然而我们做不到。像我这样的幸运儿可以一直思考关于不公正、不平等的问题,但是我们却始终无法体会到受害者的悲伤、恐惧和愤怒。由于乔治·弗洛伊德之死,我们很多人对受害者的感受有了更深刻的理解。我相信会有真相大白的一天,人们也会采取措施。如果人生而不平等,国家无法长治久安,随着越来越多的人意识到这个问题,人们就会知道怎样做才是正确的。我们每一个人都应该积极的贡献自己的力量,努力消除系统性的种族主义,促进社会平等。

种族不平等和经济不平等关系密切。近年来,经济上的不平等使得某些政治派别更加激进。我们需要做大经济蛋糕,我曾经写过这方面的文章,但这还不够。我们还需要修复“分蛋糕”的机制。没错自由市场在有效配置资源方面做的很好,但是产出分配不均已经超出了我们可接受的范围。少数人富裕、其他人受苦,这不是我们想看到的结果。公共教育质量低下、就业机会不平等、累进税制度的局限性,这些都是我们需要解决的问题。自由市场的经济理论需要根据现代生活来调整,有些不公平不应该继续被容忍。

橡树资本的创始人和高级管理层致力于创造一个和谐的、没有等级制度的工作环境,所有机会和回报由大家共享。我们喜爱和珍视每一名员工,希望他们都得到最好的安排,为他们的成功而感到喜悦。但仅仅有想法和言语是不够的,我们还需要加倍努力,采取更加积极的措施。

2017年，橡树资本正式确定了之前非正式运行多年的“多样性与包容策略”，旨在扩大公司中女性和少数人种的比例。从那以后，“多样性与包容委员会”与其他员工组织合作，围绕员工权益、兼容并包、师徒制、消除偏见等主题开展了多项招聘、拓展、培训活动。尽管如此，我们还需要做的更多。

下周我们的“少数群体委员会”将牵头举办一个会议，在这个会议中我们将有机会倾听员工的意见，针对近期发生的事件采取相关措施，确保橡树资本所有员工都能够没有顾虑的投入到工作中。

我们以“我们的社区很重要”为名开展了一个社区参与和支持项目，我们还会开展一个慈善募捐项目，去支持一些员工提名的前线组织。另外，从现在开始，我将会在反抗系统性种族主义方面投入更多个人精力与资源。

所有的美国人都应该将近期的事件视为集结号，行动起来，努力保障有色人种的平等权益。我承诺，橡树资本和我将会听从召唤，反思学习，投入战斗。

写于 2020 年 6 月 11 日

2020/08/05 到了该思考的时候

在新冠疫情爆发导致相关经济活动停止的前几周和几月里，经济和公众健康的发展节奏近乎狂乱。我的备忘录写作节奏也随之被打乱：前 6 周每周 1 篇，18 周共写了 10 篇。在那之后，我已经超过一个月没有发表备忘录了——这看起来像是很长的间隔，但其实这几年来的常态是一个季度只写一篇。

过去一两个月里，各类事件的节奏都放缓了，大多数人的生活都变得千篇一律——工作休闲都在家；工作日和周末也没什么差别；度假的想法变得无关紧要：我们将去向何方，又该如何选择？我认为当下只能选择接受“SSDD”，也就是“一成不变，日复一日”（same stuff, different day）。

不过，节奏放慢给了我们更多时间去思考，对当下的情况，我也有了一些思考。

公共卫生危机

本月初，我为一位主权财富基金客户准备了一个演讲。参加他们的年度论坛本是我的日程中仅剩的国外旅行，但现在也改为视频会议了。我用如下比喻开始我的演讲：

面对特别严重的疾病，医生有时需要采取极端的措施（手术）来拯救病人：先让病人昏迷以便进行痛苦的治疗——装上生命维持设备，切除症结后再让病人恢复意识。

面对百年来最严重流行病之一的新冠肺炎，执政者同样需要采取极端措施。疫情爆发伊始，流行病学家就告诉我们这个疾病将会呈指数级蔓延，可能导致数百万人死亡。

在没有疫苗的情况下，避免疾病爆发的唯一方法是阻止感染者传染他人。为此，官方决定有必要让病人进入昏迷，同时关停经济以便将人与人的接触最小化。商店、餐厅、学校、宗教场所、娱乐和运动场所被下令关闭、旅行受到限制、人们被告知尽可能居家办公。

众所周知，美国经济很大程度上已经停滞，导致自 3 月 21 日以来 5400 万美国人提交失业救济申请、二季度 GDP 年化萎缩了 32.9%，创 70 年内季

度跌幅之最，是第二大跌幅的 3 倍之多（请看备忘录的结尾，我讨论了 GDP 下跌 32.9%意味着什么）。

昏迷的病人就是指经济，它现在需要生命支持系统，美联储和财政部提供了支持——为了挽救“病人”的生命，它们带着数万亿美元赶来：给个人和家庭发钱；给困境中的企业补助；增加一般商业和小企业贷款；减免税收；对各个州、医院和退伍军人提供援助；为货币市场基金和商业票据提供担保。

这些措施有时被称为刺激项目，但这个称呼并不准确：这些措施实质上是支持性付款，用来替代正常情况下经济活动中循环的现金流。

在经济处于“昏迷”和需要“生命支持”的情况下，执政者着手“治疗”。在没有疫苗的情况下，就只能先排查疾病感染者；追踪他们的密切接触者；再对他们进行检疫隔离和社交隔离；以及呼吁戴口罩来避免无症状感染者去传染更多人。

随着新增病例数、住院和死亡人数下降，以及大家对重开经济的热切期望，官方开始“让病人苏醒”。

经济在 5 月份开始重新开放，伴随着几乎零利率和美联储提供的过量流动性支持，一开始的反应是积极的：5 月，零售额上升 17.7%（在 3、4 月份 22.3% 的下降之后）；6 月，失业率从近 20% 的高点下降到 11.1%，但也就到此为止了。

重启失败

要是真的那么简单就好了。不幸的是，一些地区在新增病例数还没有降到可控阶段就急于重启经济，人们也相对疏忽大意，导致疫情在这些区域重新蔓延。

借用丘吉尔的话（他很可能是引自马基雅维利），这也是经济监管者和商业管理者常说的“永远不要浪费一次好的危机”，但是美国刚刚浪费了新冠疫情这次“机会”。

亚洲和欧洲国家疫情爆发最早，但他们采取了快速而严厉——甚至有人说是严刑峻法式的措施，包括强制隔离，违者罚款，但他们成功控制住了疫情。不幸的是，一系列因素弱化了美国采取的行动，导致疫情卷土重来：

- 没有一致的全国性政策来规定社交隔离、戴口罩，以及关停和重开经济；

- 医学专家和科学家的建议没有得到应有的重视；
- 年轻人的莽撞导致他们被早期的统计数据所误导，相信他们对疫情免疫。
- 医学人类学家和历史学家玛莎·林肯（Martha L. Lincoln）说，这是一种“国家的傲慢和对美国例外主义的盲信”。正如我们某位民选领导人在 3 月 11 日所说，“病毒不会有机会攻击我们。”
- 将佩戴口罩和保持社交距离的相关政策演变为党派之争，导致大众怀疑病毒完全是一场骗局，而防范措施是对个人自由的侵犯。
- 经济重启与降低感染人数的两难选择被政治化。目前新增病例最多的几个州大多重视前者而轻视后者。

显而易见，在病毒尚未可控前重启社会、人群聚集导致了疫情二次爆发。仅在部分地区关停经济防疫是很危险的，因为其他地区的人还是可以自由往来各区。很多国家用追踪接触者的方式很大限制了疫情传播，但如今这招对美国的疫情已不奏效——因为美国感染人数实在太多。

所以，与我们所预想的“感染—昏迷—生命支持—治疗—治愈—唤醒”进程不同，我们遇到的是“感染—昏迷—生命支持—治疗—唤醒”。“治愈”这个重要环节不见了。由于美国大部分地区在疫情得到充分控制之前就纷纷恢复经济活动，早期停工封城的成果就此白费，现阶段美国的每日新增病例数已经远超 3、4 月份。对此，RockCreek Group 在 7 月 27 日的报告中的表述十分精准：

在新冠疫情仍在多地肆虐的情况下复工重启，美国可能会遭遇双重打击：一方面经济急剧衰退，导致企业关停、破产以及生产生活陷入混乱；另一方面，在尚无有效疗法和疫苗的情况下，延绵的疫情将很难，甚至不可能被根除。

同时，《纽约时报》7 月 30 日的报道如下：

“美国经济前途未卜，并将在很大程度上取决于我们能否成功遏制病毒，”（美联储主席）鲍威尔在为期两天的美联储会议后的新闻发布会上发言，指出自 6 月下旬以来，感染人数剧增，而“复苏速度似乎已经开始放缓。”

鲍威尔称，政策制定者需要更多数据才能对经济回落的程度得出明确的结论，他还强调，借记卡和信用卡的支出正在放缓，劳动力市场的各项数据指标表明近期的就业增长可能正在变弱。

与周期无关

这几天我最常被问到的两个问题是“我们正处于何种经济周期？”和“我们在这个周期的哪个阶段？”我的答复是：最近五个月的走势并不具备任何周期属性，所以常规的经济周期分析并不适用。

正常的经济周期始于经济与市场的低位；随后是克服心理障碍和资本市场的各种风声；随后市场会从经济的逐步增强中收益；然后就可以见证企业业绩超越预期；这些预期会被企业的乐观决策放大；之后在投资者日益高涨的积极情绪中进一步增强；进而推动股票及其他风险资产的价格上涨直至触顶（下行周期中则刚好相反）。而我们现在面对的情况是，经济的适度复苏——合理增长、务实预期，同时企业没有过度扩张、投资者也没有过度乐观——因为一颗意外的天降灾星遭到毁灭性打击。

人们也问我，这次的事态与我以往经历过的有何不同。

- 如前所述，正常经济周期的起伏——以及正常范围内的连锁反应——与这次的情况毫不相关。目前的经济下行并非由企业过度乐观的决策或未能实现过高增长预期所导致，而是外源性事件导致的经济扩张戛然而止。
- 因此，那些能够引发，同时也标志着周期性复苏的因素（主要是意识到过度的负面情绪和刺激性措施的出台）这次将很难奏效。鉴于目前问题的根源出在医疗而非经济，单纯的降息和流动性放水恐怕并不能像往常那样开启复苏——复苏的必要条件是病毒得到控制。
- 此外，我们的生活方式可能会发生永久性的改变——例如旅行、企业对办公室的依赖和人群聚集活动等，这些改变会影响经济复苏的路径。我认为未来几个月经济难以实现通常意义上复苏的另一个原因是，疫情在美国爆发仅仅 5 个月，市场和经济触底也不过数月时间，投资者就已经恢复了乐观情绪，许多资产的价格重回高位，比历史常规经济复苏快太多，大家似乎都在刻意无视那些继续对经济造成挑战的因素。
- 最后，本次疫情对不同人群的影响并不相同，有色人种和低收入群体受到的影响格外严重，恰好种族话题在这段时间变得极其敏感。他们更可能失业，而享受资产升值带来净资产增长的可能性更低——更不用说他们在疫情中更高的感染率和死亡率。而白人、白领和专业人士保住工作的可能性则高得多，他们通过房产和股市投资受益于资产价格通胀的可能性也更高。

我相信，随着时间推移，周期会不断出现，它有时会偏离“常态”，走向极端（无论是极好还是极坏），之后又会在修正中回归常态，然后继续走向另一个极端。但这并不意味着经济或市场中的所有事件都有周期性。比如这次疫情就没有周期性。

我们处于何种形势？

另一个高频问题是：“这次的经济复苏会呈何种形态？”每个人都有自己的偏好：W形、L形、U形，或是像耐克那样的形状。当然，我们最常听到的是V形。虽然术语本身并不重要，而且在本质上可能只是语义的问题，但是我发现“V形”这个说法存在误导性。

在所有使用“V形”来描述本次经济复苏的人中，我没见过有人对它进行了定义。对我而言，“V形”必须满足两个重要条件：

1. 它的本质形态是先下后上，也就是说经济处于底部的时间不会很长。否则应该叫它“U形”，在1970年代我们称之为“碟形”。
2. 当我听到“V形”这个词时，我会觉得它是左右对称的。也就是说，经济恢复的速度应该会与之前下滑的速度相近。

正是第二点让我怀疑本次的经济复苏是否会呈V形。美国经济在二季度的年化增长率跌幅创纪录地接近33%，而它肯定不会以同样的速度回升（且不论33%的降幅其实需要49%的升幅才能抵消）。

大多数观察家似乎认为美国的季度GDP将在2020年末到2021年中之间的某个阶段恢复到2019年的同期水平。这意味着年度GDP至少要到2021年才能达到或超越2019年的水平。而我认为历史记录将会显示，虽然经济的下滑只维持了几个月（大概只有2、3、4月），但复苏却可能需要8到14个月的时间。而且未来几年，失业率也不太可能重回近年来最低的3.5%了。

1. 新冠疫情再次爆发，导致美国部分地区的重启计划推迟或转向。
2. 随着大选临近，两党的注意力都在政治上，前期慷慨的社会救济也会变少。
3. 有权选择的人在接下来的几月内也不会回办公室办公，这既降低了整体生产力，也阻碍了服务于办公室人群的相关行业的复苏。
4. 依赖公交通勤的人群，或者是需要学校帮忙照看孩子的人群，会比其他人更晚回到办公室。

5. 业务模式受疫情重创的行业，例如航空、度假和娱乐业等，可能需要数年时间才能恢复到疫情前的水平。
6. 大量的餐馆和小型企业可能就此破产。
7. 随着各行业的发展，越来越多的业务正通过数字化方式完成，而管理者也可以借机了解公司在减员状态下的运转情况，因而有些工作岗位可能就此取消。
8. 最后，疫情还加速了本就存在的自动化和实体零售下滑等趋势，这会导致工作岗位进一步减少。

急跌缓升：在我看来，这谈不上 V 型反弹。我认为它更像个对勾，就像这样：。

市场与美联储

美国股市继续上行,以标普 500 指数为例,它几乎已经回到疫情前的水平:2 月 19 日创下的历史记录 3,386 点。企业信贷市场也在持续走强。以下是尽可能精简之后的宏观经济状况:

积极因素:

1. 利率下调至接近零利率推升了投资资产的价值,并激发了全球竞购大战,进一步推高资产价格。
2. 美联储为经济和市场注入大量流动性,并通过多种方式救助个人、企业和机构。
3. 美联储和财政部似乎愿意在未来继续提供救助和刺激措施。

消极因素:

1. 经济遭受历史最大的季度降幅。
2. 疫情仍未得到控制。
3. 二次爆发的疫情令经济重启变得复杂。

简而言之,有两股巨大势力互相对立:美联储与财政部 VS 疫情与经济衰退。哪一方会最终胜出?

没人能知晓长期走势,但是目前为止哪一方占了上风还是比较清晰的。较低的利率会提高未来现金流的折现值,并减少每次投资所需的先验回报。

通俗来讲，当联邦基金利率为 0% 时，6% 利率的债券简直是白送，因此买家会争相竞购，直到它的收益率下降为止（所以我相信，现在所有流通的债券中，97% 的收益率不足 5%，80% 的收益率甚至不足 1%）。而美联储的购买行为推高金融资产的价格，将现金给到卖方手中，供他们继续买入其他资产，从而进一步推高价格。出于上述理由，货币性措施目前占据上风，这也印证了那句老话：“你无法战胜美联储”。

但是，如果股票和上市流通信贷工具目前所处价格水平并非源自企业的当前盈利、未来的上涨预期等基本面因素，而在很大程度上得益于美联储的买入、流动性泛滥、随之而来的资金成本下降和预期回报下降，这意味着什么？

如果高资产价格主要是这类技术性利好因素支持下的结果，那么是否意味着要想让资产价格继续保持在高位，以上这些货币性措施就得一直持续；而一旦美联储降低干预程度，价格就会随之下跌？这就引出了最根本的问题——就像布鲁斯·卡许（Bruce Karsh）每天都在问的那样：

1. 美联储能撑多久？
2. 美联储在创造银行准备金、买入资产、扩大资产负债表方面的能力是否有任何限制？
3. 考虑到本年度的赤字规模已达 4 万亿美元，并有迹象表明会继续上升，财政部对赤字的接受度是否会有上限？

由于这三个问题已非我能回答，所以我再次求助于我的朋友兰德尔·克罗兹纳（Randall Kroszner），他是芝加哥大学布斯商学院分管高管课程的副院长。从 2006 年到 2009 年期间，兰德尔曾任美国联邦储备系统理事会成员，因此在联邦公开市场委员会也有表决权。以下是他的回复：

只要有人愿意——或者借政府法令而需要——获得储备金，央行就会不加限制地创造储备金。上世纪七八十年代，德国魏玛共和国和巴西曾出现过这种极端的情况；在如今的津巴布韦和当前形势较为稳定的日本，也在发生着同样的事情。关键是新创造的储备金将会对货币供需造成何种影响。只要实际利率和名义利率仍处于低位，财政部对赤字融资的需求就会保持较高水平。

过去 5 个月里，美联储已为资产负债表注入总计 3 万亿美元资金，财政部赤字预算也增加了 3 万亿美元，这意味着美国经济中的流动性总共增加了 6

万亿美元，并可能继续增加。一般认为这种级别的流动性放水会大幅刺激商品需求，并加剧通货膨胀，正如目前金融资产的情况。

但值得注意的是，尽管美国利率在过去 10 年间持续处于低位，目前甚至趋于零利率，但通货膨胀水平却远未达到美联储设定的 2%。如果经济增长持续疲软且通货膨胀率维持在较低水平，那么美联储就可能继续推行激进的政策。

以下是兰德尔·克罗兹纳的观点：

我认为关键字在于：无论是日本（日本央行的资产负债表超过 GDP 的 100% 并仍在快速增长），欧洲央行（其资产负债表占欧元区 GDP 的 50% 以上且正在不断增长），还是美联储（其资产负债表已占美国 GDP 三分之一以上且正在不断增长），通货膨胀率一直低于 2% 的目标，并且无论从短期还是长期来看，通货膨胀预期仍将处于较低水平。即使在新冠肺炎疫情爆发之前美国增长率为 2-3% 的情况下，通胀和通胀预期也未有上升迹象。

只要对超高流动性的安全资产（如银行储备金和现金）的需求保持在巨量水平，那么各大央行就可以维持，甚至增加其庞大的资产负债表，并且不会发生因货币供应量急增而导致的通货膨胀。市场对于疫情所持续时间和相关应对政策的不确定性，无疑将使市场对高流动性安全资产的需求在一段时间内保持较高水平。

另一个通常假设是：这样的货币扩张会导致美元走弱，评级机构也会下调美国的信誉评级，国债利息随之上涨，最终危及美元的世界储备货币地位。所有这一切都可能加大美国偿还庞大债务的难度，进而导致赤字水平进一步升高。

这并不是天方夜谭，从 3 月（美联储和财政部出台相关计划）到 7 月底期间，美元兑一篮子货币汇率已经贬值 9%。其原因或许是美元属于避险货币，而相关资产配置可能已经在 3 月份时到达顶部，当恐惧情绪消退后，美元就会开始走弱。但相比年初，美元依然贬值 3%，在 7 月份尤为疲软。

以上都是关于货币扩张的传统担忧。现代货币理论则可以随时提出反驳。实际结果依然不可知。但是无节制地扩大银行准备金、美联储的资产负债表和财政赤字，真的不会有任何负面作用吗？我的答案一如既往：我们拭目以待。但我想以兰德尔·克罗兹纳的原话作为对这个主题的总结：

我一直很难理解现代货币理论——该理论似乎不存在预算限制。我对

预算限制看法比较保守，并且仍对其深信不疑。阿根廷、津巴布韦等国家的情况表明，至少在那些地方，较不“现代”的货币理论仍然适用。有一个微妙的平衡：市场肯定会容许日本和美国等信誉良好的政府借入巨额资金，而且不会有过多担心，但关键问题是，是否会有一些因素导致这种信誉受损？如果确实发生这种情况，后果必然会很严重。

牛市案例

因为疫情，我们很多人有了大量的时间进行阅读和思考，我也有机会进一步了解并提炼支撑当前股市和债市价格的部分论点。考虑到我的“价值”倾向和保守风格，我觉得这是一件很有价值的事。我们应当认真阅读和思考，因为近期针对经济受损和市盈率上升而采取保守投资布局的做法并未得到回报。

股市方面，以下几点可以论证当前水平合理性（虽然令价值投资者感到非常迷惑）以及光明前景：

- 首先，仍有很多投资者低估了低利率对估值的影响。概括而言，股市的收益率该是多少？不是股息收益率，而是盈利收益率：即盈利与价格之比（市盈率的分子分母互换）。
- 简单而言，当美国国债收益率低于 1%时，加上传统的股票溢价水平，最后得到的盈利收益率大概会是 4%。 $4/100$ 的收益率意味着市盈率（分子分母互换）将是 $100/4$ ，也就是 25 倍。因此，标普 500 的市盈率不应处于传统方法所得的 16 倍，而是要再增加 50%左右。
- 尽管如此，该数字仍然有所低估，因为当中忽略了一个事实：企业盈利会增长，而债券利息不会。所以对股票的回报期望不应该是前面所说的“债券收益率+股票溢价”，而应该是“债券收益率+股票溢价-增长率”。
- 比如说，如果标普 500 指数的盈利按每年 2%的速度无限期增长，那么正确的盈利收益率就不是 4%，而是 2%（即 50 倍市盈率）。而从数学角度，增速超过债券收益率与股票溢价之和的企业，正确的市盈率将是无穷大。依此标准来看，股市有很长的路要走。

关于牛市的其他争论则大多围绕着领跑市场的科技企业特殊性展开：

- 这些企业的增长速度远超传统大型企业，与后者相比则更不具有周期性风险。
- 事实上，随着线上活动在人们日常生活中所占比重的不断增加，本次危机既可以（a）直接促成了这些企业的加速增长，同时（b）为这些企业

提供机会证明其不受外部市况影响、实现成长的能力。

- 规模、技术优势和网络效应等，让这些企业在与传统经济时代的前辈们竞争时，筑起了更大的竞争壁垒。（不过相应的，监管机构为约束这些企业所作出的努力则成为了它们的最大风险。）
- 科技企业产品的主要原材料是“知识产权”，得益于此，这些企业大多都能以极低的边际成本制造出更多数量的商品用于销售。
- 同样，即使没有大量额外资金，它们也一样可以实现增长（前五大科技企业全部持有“净现金”，亦即持有的现金净额超过其所负担债务）。
- 最后，市盈率数据对于科技龙头企业的指导意义低于以往，因为它们公布的盈利数据均为低估：如果削减部分获客成本、研发费用，并且接受一个比现在低一些（但依然足够高速）的增长率，这些企业将达到远高于目前水平的盈利数据。

因此，那些怀疑论者严重低估了科技龙头的增长能力，以及拉高整个普通股市整体增长率的能力。它们每日持续增长，所占股票指数的比重和占美国企业的份额也在同样上涨，由此形成一个良性循环。

因此，由于大市值科技企业龙头在股市中占据着相当大比重，而且还在继续扩大，若是认为市场行情将进入熊市，首先需要找到这些企业股票价格下跌的理由。否则，就只能认为非科技板块大幅暴跌并拉低平均值，尽管事实上它们已经下跌了很多。

标普 500 指数相较去年基本走平，但在剔除掉 FAAMG（Facebook、苹果、亚马逊、微软、谷歌，比重最高的前五大成分股）和其他科技及软件股后，相比去年的跌幅十分可观。（这前五大成分股在年初至今平均上涨 36%，而全部 500 只成分股的中位数变化为负 11%。）在这一背景下，FAAMG 以及各类科技及软件股的涨幅如此可观是否合理？看上去确实合理，因为：

1. 新冠疫情加速了科技在多个领域的应用与普及，从而加速了相关企业的增长；
2. 如前文讨论，如今超低的利率使得高市盈率合理化。反之，如果科技巨头们在当前市况下普遍走平——或者表现与指数中的其他成分股一致——我们恐怕反而会认为情况不太对劲。

我不知道以上这些有关牛市的论述是否完全正确，抑或只是科技巨头们在过去四个月里因为带动标普 500 指数大涨 46%而获得的光环。不管怎样，我都想将上述牛市论证分享给大家，因为其中的思路太过明显……迄今为止也确实获得了成功。

我们尝试进行总结

- 一方面，尽管新冠肺炎疫情传播尚未被抑制，而且需要很多个月的时间才能让经济重新恢复到 2019 年的水平（盈利水平若想回到过去的市场高点，甚至需要更长的时间），但股票和信用市场却出人意料地迅速恢复至历史最高水平。因此，目前市盈率异常的高，而债券收益率则处于前所未有的低位。像这样的极端估值水平通常被解释为“这次不一样”，但这四个字其实很容易使投资者步入陷阱。
- 另一方面，约翰·邓普顿（John Templeton）曾断言，当人们认为情况不同时，有 20%的机率是正确的。去年 6 月，我在一份有关此主题的备忘录中写道：“在科技和数字商业模式等领域，出现不同情况的机率会比邓普顿先生所说的 20%还要多。”可以肯定地说，如今的科技巨头比过去的龙头企业更睿智、更强大，并且拥有更明显的领先优势，他们为自己创造良性循环，从而带来数十年的快速增长，其估值理应远高于历史平均。如今的超低利率环境进一步支撑异常高企的估值，而且利率也不太可能在短期内上涨。
- 但是第三方面，即使是最好的公司，其股价也可能被高估，实际上，这些公司的股价恰恰是最有可能被高估的。我 1968 年首次涉足投资业务之时，市场同样预期所谓的“漂亮五十”公司——部署于计算机（IBM）和干式复印（施乐）等领域的被认为是现代奇迹的公司——的增长将超过其他公司，并证明此类公司不受竞争和经济周期的影响，因此也获得了前所未有的估值倍数。而在接下来的五年中，他们的股东几乎损失了全部资金。

由于以上及其他原因，我认为目前的股票和信用市场和以往一样，并不透明。

我们的结论可能因为前瞻性不足而存在局限性，并可能受到乐观情绪或悲观情绪的影响。经验教训告诉我们，想要得出正确的结果并非易事。最后，我想借用查理·芒格（Charlie Munger）有关解锁市场奥秘的至理名言来结束本文：“投资绝非易事。认为投资容易的人都是愚蠢的。”

写于 2020 年 8 月 5 日

附言

我们都对第二季度实际 GDP 的巨幅下跌感到震惊。在此之前，没有人见证

过经济会在三个月内收缩三分之一！但是思考撰写本文会产生有关结果时，引起了我的一些问题：

- 我曾不假思索地假设第二季度 GDP 比去年第二季度减少 1.81 万亿美元，即下跌 32.9%。但实际下降金额只是 0.45 万亿美元，从 4.76 万亿美元降到 4.31 万亿美元，跌幅为 9.5%。
- 难道是第一季度的 4.63 万亿美元下降了 1.81 万亿美元，使第二季度的 GDP 跌至 2.82 万亿美元？但是，从 4.63 万亿美元降至 2.82 万亿美元的降幅应为 39.1%。而且无论如何，事实绝非如此，因为第二季度的实际 GDP 为 4.31 万亿美元。
- 那么，是不是从 2019 年全年实际 GDP 的 19.09 万亿美元下降了 1.81 万亿美元呢？不是，因为那样的话，仅下降 9.5%。

我无法理解这些数字，于是我咨询了 Brean Capital 的康拉德·德夸德罗斯 (Conrad DeQuadros)，请他帮忙解释一下。他的回答令我惊讶，我想也可能令你惊讶。

你是否思考过第二季度 GDP 下降 32.9% 的真正含义？

答案：这个百分比是指，假如未来三个季度 GDP 下降的速度与 2020 年第一季度至第二季度的速度相同，那么 2021 年第一季度的 GDP 将低于 2020 年第一季度的百分比。要是这种说法看起来挺复杂，那么 Conrad 的解释也是挺复杂的：

第二季度实际 GDP（未经季节调整或年化调整）实际为 4.31 万亿美元。按相同基准，比第一季度的 4.63 万亿美元下降了 7.0%。

如果连续三个季度的季度环比均下降 7.0%，则 2020 第三季度将为 4.00 万亿美元，2020 年第四季度将为 3.72 万亿美元，而 2021 年第一季度将为 3.46 万亿美元。（这些数字是你不会见到的，因为它们忽略了季节性调整、年化调整和通货膨胀调整因素。但我认为，出于这些目的，他们提供了一个公允的但从技术上未必完全正确的描述。）

2021 年第一季度 GDP 为 3.46 万亿美元，此数字（经过年化以及季节性和通货膨胀调整后）将比 2020 年第一季度 GDP 低 32.9%。

有趣的是，在该降幅假设下，2020 年第二季度至 2021 年第一季度的四个季度 GDP（如上所述）将达到 15.49 万亿美元。但这将比之前四个季度（2019

年第二季度至 2020 年第一季度)的实际总额 19.11 万亿美元仅下降 18.9%。

因此,假设季度 GDP 继续以 2020 年第二季度的速度下降,那么第二季度报告的 32.9%跌幅将是 2020 年第一季度 GDP 与预计 2021 年第一季度 GDP 的降幅。但没有人真正预期会发生这种情况。这意味着 32.9%是一个极具误导性的夸张数字。实际并非下跌三分之一,也没有任何可能出现这种结果。

名义 GDP 也是如此。据报道,GDP 从 2020 年第一季度至 2020 年第二季度下降了 2.15 万亿美元,或 34.3%,但这也是年化数据。

2.15 万亿美元的跌幅是 2020 年第一季度的年化 GDP (21.56 万亿美元)与 2020 年第二季度的年化 GDP (19.41 万亿美元)的降幅。但实际季度名义 GDP 从第一季度至第二季度的跌幅仅为 0.38 万亿美元(从 5.25 万亿美元下降至 4.87 万亿美元),即 7.2%。那么,报称的第二季度年化下降 2.15 万亿美元和 34.3%能说明什么呢?什么也不能。

在商业领域,我们通常研究 2020 年第二季度 GDP 与 2019 年第二季度 GDP 之间的关系。如上所述,第二季度实际 GDP 从 2019 年的 4.76 万亿美元下降至 2020 年的 4.31 万亿美元,跌幅为 9.5%。

第二季度名义 GDP 从 2019 年的 5.36 万亿美元下降至 2020 年的 4.87 万亿美元,跌幅为 9.1%。显然,这些同比下降都与报称的 32.9%降幅大相径庭。

以下是康拉德的结论:

通常年化计算在将一个季度的情况与最近几年的情况对比时很有用,但对于当前情况却失效.....大多数其他主要经济体均不采用年化计算方式用以报告 GDP 的变化(例如,当于 [8 月 3 日] 报告欧元区 GDP 的变化时,其数据将为非年化数据)。预计第二季度的下降趋势持续一年并不合理。

最后,年底所报告的当年 GDP 是其四个季度的实际美元 GDP 之和(未进行年化或季节性调整)。因此,当报告 2020 年 GDP 时,不大可能出现 32.9%的降幅或类似情况。

在公布了第一季度年化 GDP 季度环比下降 5.0% 及第二季度环比下降

32.9% 之后，举例而言，摩根士丹利预计经济第三季度和第四季度分别增长 21.3% 和 0.3%。如果我们将这些季度百分比变化链接起来，就像我们处理季度投资组合回报一样，结果会显示全年降幅为 22.5%。

或者，如果我们（错误地）将它们加在一起，并忽略了复利的影响，则结果为下降 16.3%。但摩根士丹利预计 2020 年全年 GDP 同比仅下降 5.3%，第四季度同比下降 6.2%。

因此我意识到，年化调整的季度环比是毫无意义的，第二季度所报告的 32.9% 降幅亦是如此。

2020/10/13 情况开始明朗

距离我发写作上一篇备忘录《到了该思考的时候》(Time for Thinking)已经过去大约两个月的时间,而经济和市场情况并没有太大变化。新冠疫情造成的死亡人数持续攀升,经济情况也无甚改善,疫苗研发仍需时日,标普 500 指数也回到了 8 月初的水平。

所以我再次重申:现在仍是该思考的时候。所幸,随着思考的深入,我发现情况就愈发明朗起来。因此,我将通过本篇备忘录来更详细地讨论几个主题。

先决条件

在上篇备忘录里,我谈到了今年的发展不遵循周期。你可能会问,“为什么不是呢?”——经济和市场衰退之后现在正在复苏。这不是一个周期吗?我想表达的是,这与正常周期截然不同,我想出了一个更好的方式来阐明这一点——借用我 2018 年出版的《周期》一书中的一些内容。

我经历过的大部分上升周期的发生,是因为当时经济运行良好,相应的,大家的投资决策变得越来越乐观,随后演变为狂热——公司扩张、股价上涨、金融创新成为可能,甚至受到鼓励。

这些因素最终导致生产力过剩,股价超过了潜在价值,高风险的金融创新服务也被广泛接受。当这些趋势背离了基本面,变得不可持续时,结果就是经济下滑。

经济衰退往往会引发市场修正,但有时经济衰退的影响会受到负面的外源性事件的激化,为之前的晴空蒙上更多阴霾。

一个典型的例子是我和布鲁斯·卡什(Bruce Karsh) 1990-1991 年亲历的第一次非投资级债权危机。当时出现了经济衰退,而美国对科威特战争的介入进一步加剧了衰退。

新兴的高收益债券市场经历了第一波大规模违约潮,这是经济衰退和信贷紧缩的恶果,迈克尔·米尔肯(Michael Milken)被起诉和德雷塞尔·伯纳姆(Drexel Burnham)的破产加剧了违约潮,使得债券交易所也难以力挽狂澜。股市下跌,而高收益债券血崩。

值得注意的是，上世纪 80 年代许多著名的杠杆收购都破产了，因为它们大约有 95% 债务融资，投资者心理崩溃，债券持有人纷纷退出。

崩溃的经济需要强的刺激来拯救，这的确发生了，通常这就足够了——最终经济会复苏、消费者重新开始消费、投资者实现盈亏平衡——一些人甚至会找到一些逢低买入的机会；经济的好转将把经济带回到良好的健康状态……如此周而复始。

大多数情况下，衰退主要源于经济疲软，而经济工具可以修复它们。但这次的情况有所不同，它是外生性的，是由流行病引发的：为了阻止人们聚集传染而关闭企业，导致了经济危机，而非经济危机导致了企业关停。

因此，仅仅通过实施经济刺激，不可能彻底修复这种下行周期。相反，我们要切断引发企业关停的源头，这意味着疾病必须得到控制。一种有效的疫苗可以及时做到这一点，但同时大家还需要有意识地阻止疾病传播，在这方面，欧洲大部分地区出现的感染数攀升意味着疾控控制出现倒退。

即使疾病得到控制，刺激政策也不太可能逆转所有的损失，因为经济已经元气大伤。大公司将继续推进自动化、提升效率；大批小型企业——如餐馆、酒吧和商店——将永远不会重新开业；数以百万计的人将难以返回原先的工作岗位。

因此，我们对经济复苏的期望值必须要现实一些。如我之前所说：“V 形”复苏的预期过于乐观。

亟需进一步援助

拖累经济复苏的因素之一正是华盛顿的政治斗争，尽管财政部在春季宣布了激进的财政支出计划，但在秋季却没有新的一揽子计划，两党在刺激计划的规模和内容上产生了分歧。我们离大选只有不到一个月的时间了，任何一方都不愿在任何问题上让步。

但这不是一个学术问题。迄今为止，数万亿美元的支出并不是刺激支出，而是财政援助。简而言之，钱被分配给失业者、收入低于 10 万美元的家庭、公司和机构，旨在弥补失去的收入，维持（而非刺激）经济。

个人得到补助用以购买生活必需品。公司得到资金来弥补损失的收入，从而可以继续雇佣员工。这些需求远远没有被填补，即使将疫情考虑在内，额外的失

业救济金发放也即将到期。

橡树资本的一位同事上周写信给我说，“我和一家小型连锁影院的老板聊天，他们在加州的所有剧院都关闭了，州外的影院运营成本很高，而且没有顾客，也没有什么新电影去吸引观众，债主和房东们天天都上门催债。”

除了企业，个人也面临问题，据《Morning Brew》9月25日报道：

由于经济仍处于低谷，个人按揭贷款的偿还变得异常艰巨。行业分析师基思·朱洛（Keith Jurow）预计，今年年底，联邦住房金融局的止赎和迁出延期令到期时，“数百万人”将欠下9个月还款额。

根据美国住房和城市发展部的数据，七月份有17%的联邦住宅管理局担保的抵押贷款拖欠。在纽约市，27.2%的抵押贷款出现拖欠。

另一个迫切需要来自州和地方政府。他们的收入随着税收和费用的减少而萎缩，但他们的财政支出需求不减反增——除了警察、消防队员和急诊医生的必要支出，居民对医疗保健和家庭服务的需求持续增长。

不同于联邦政府，城市和州不能进行无限量的赤字开支，因为他们不能印刷钞票或发行无限量的债务，像公司和个人一样，他们需要大量的援助。

9月24日，《华尔街日报》报道了美联储官员在国会的证词：

美联储主席杰罗姆·鲍威尔（Jerome Powell）星期三在国会听证会上表示，“如果国会和美联储都提供支持”，经济复苏的步伐将会加快。

芝加哥联邦储备银行行长查尔斯·埃文斯（Charles Evans）对记者说，他对明年年底失业率将降至6%以下的预期是以大约1万亿美元的额外财政救助为前提的。

他表示：“如果不能实现以上救助，那么我认为情况将会困难得多，我们取得那么大进展也变得不太可能。”

“财政政策的力量是无可取代的！”鲍威尔对众议院一个监督美国应对冠状病毒的小组的议员们强调。

同日, Evercore ISI 的丹尼斯·德彪歇尔(Dennis DeBusschere)写道:

在货币政策方面, 美联储并非没有子弹, 而且仍有准财政计划, 普通民众贷款计划(MLSP)和市政流动性工具(MLF)。但正如宏观政策合作伙伴的朋友指出的那样, “鲍威尔在他的讲话中几乎对这些项目挥起了白旗, 这令人不安。”

美联储已经在利率和量化宽松问题上采取了“设定—忘却”的立场, 而这些工具不像 MSLP 和 MLF 那样很好地适应当前的经济挑战。因此, 要么尽快出台财政刺激方案, 让风险资产走高, 要么通胀预期趋势下降, 迫使美联储动用更多“子弹”。我们的预感是, 美联储将被迫做出反应。

万众期待的经济复苏不是一个独立事件, 它在很大程度上取决于疫情防治的进展, 但也取决于在此期间持续的财政支出。遗憾的是, 后者的前景并不乐观, 党争激化到我前所未见的程度, 尤其是在高院提名之争的背景下, 国会很难在大选前达成任何一致意见。

几个星期前, 众议院两党问题调解小组重启了谈判, 提出了一项介于民主党提出的 3 万亿美元目标和共和党愿意提供的 5 亿美元之间的方案, 并在具体的组成部分上做出妥协。

(注: 我本人是“无标签”组织的联合主席, 该组织支持党团会议和两党合作。让我们抱有希望, 即使在竞选活动还在进行的时候, 我们也能做些事情来提供适当的必要援助。)

利率的力量

2020 年最重大的金融新闻之一是始于 3 月底的强劲市场反弹, 股指迅速收复失地, 甚至屡创新高, 我越想越觉得这都是低利率的功劳。

如你所知, 美联储在 3 月 3 日将联邦基金利率(相当于基础利率)降低了半个百分点, 从 1.5 -1.75%降至 1.00-1.25%, 并在 3 月 15 日进一步降低了一个百分点至 0-0.25%。这样的低利率会在很多方面产生影响, 我在上一篇备忘录中提到了部分, 但我想在此对这个主题进行更全面的讨论。

首先, 低利率有刺激作用。这可能是人们在降息时首先想到的。简而言之,

任何需要融资的事情都变得更有吸引力——买房变得更便宜，因为每月的按揭贷款还款额更少了，对汽车和游船来说也是一样。

贷款月供下降，消费者的可支配收入增加，企业的利息支出也下降了，从而降低了新工厂或生产线的成本。快速增长的经济会改善人们的负面情绪，提振交易热情。由于担心错过低利率，人们现在就有理由采取行动，加速原本未来才可能发生的交易。

其次，较低的利率会增加未来现金流的贴现现值。从根本理论上讲，资产当前的价值就是其未来现金流的贴现值。我们贴现未来现金流，是因为未来收到的一美元在今天不值一美元：今天投资的钱在未来会带来更多回报。如果你要求 7% 的回报率，那么你为 10 年后的 1 美元需要支付 0.51 美元。

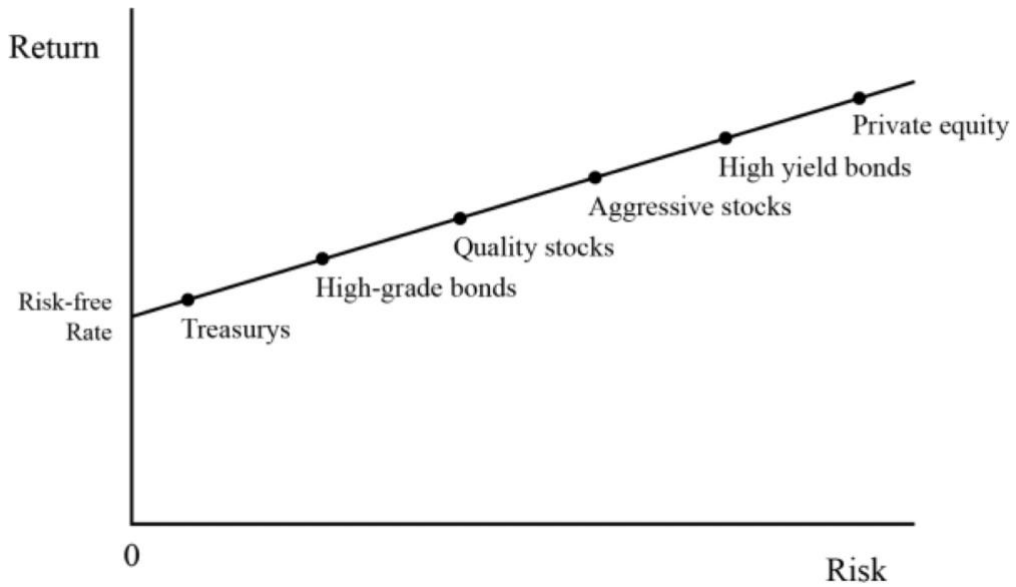
（贴现现金流，或“DCF”，被广泛用于量化投资的潜在回报。使预计未来现金流量等于初始投资的折现率是如果预期现金流量实现，投资将产生的回报。因此，把上面那句话反过来说，如果你今天投入 0.51 美元，10 年后就能收回 1 美元，隐含回报率是 7%。）

我们贴现未来现金流的比率取决于风险，包括实际损失的风险以及通货膨胀导致的购买力损失。如果风险高，我们应该要求高回报，使用更高的贴现率。

然而，我们使用的利率也是随着现行利率和可用于其他投资的回报（机会成本）变化而变化的。当以上利率和投资回报低的时候，我们就会采用相对低的贴现率。贴现率越低，得到的现值就越高。因此，低利率提高了所有投资的 DCF 价值。

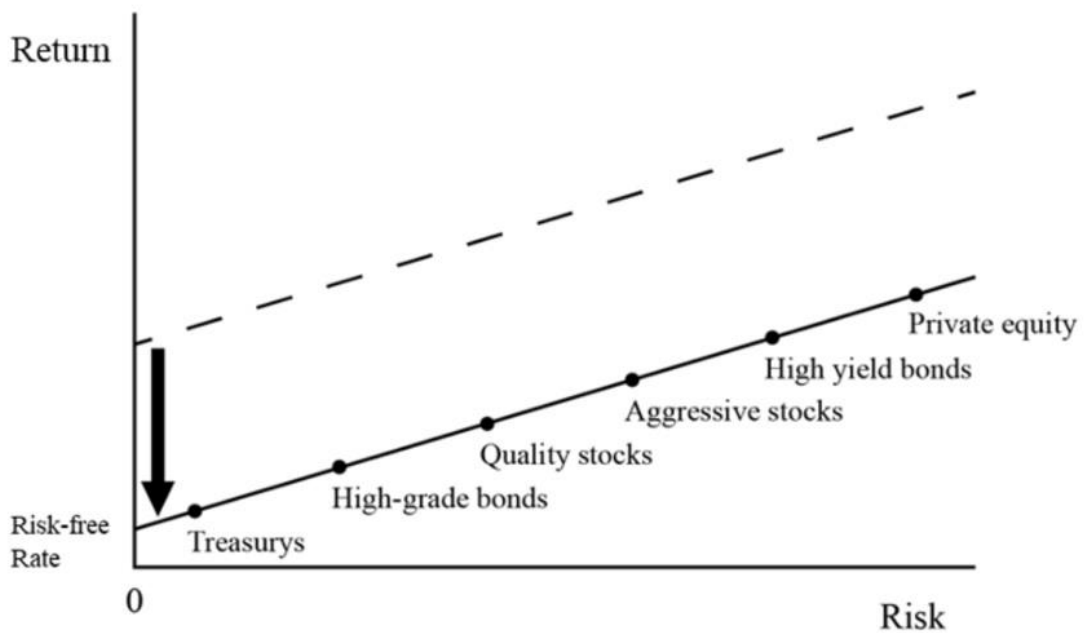
第三，较低的无风险利率会拉低整个资本市场的回报率要求。30 天期国库券的收益率通常被称为无风险利率。它没有信用风险，因为债务人是政府（它有印钞权），也没有因通货膨胀而失去购买力的风险，因为偿还期限只有短短 30 天。

既然无风险利率可以在完全安全的情况下获得，而且其他条件一致的情况下，大多数人更喜欢低风险，投资者不应该在没有得到补偿的情况下承担风险。随着不确定性水平的提高，增加的“风险溢价”应纳入其潜在回报。因此，“资本市场线”（CML）向右上方倾斜，显示出风险和回报之间的关系：



在这个图表中，资本市场线显示了预期收益和预期风险之间的一致关系。当我在芝加哥大学商学院学习时，他们称这种情况为“均衡”：当预期风险增加时，每种资产类别似乎都提供了更高的先验回报，因此每种资产经风险调整后的预期回报相对于其他资产是公平的。在一个运行良好的市场中，没有什么比这更有道理了。

但今年 3 月，美联储将联邦基金利率下调了 1.5%。可以预见的是，其他利率、债券收益率和预期回报通常也会随之下降，如下图所示。



各类资产之间的风险回报关系仍然合理，但所有预期回报的绝对值都要低得

多。因此一般来说，资本市场线的起始点越低，所有资产的回报就越低。

让我们抛开图表，用事实说话，当我在 1978 年末开始管理高收益债券时，联邦基金利率和十年期美国国债的收益率都在 9% 左右。因此，高收益债券必须提供超过 12% 的收益率才能吸引资本（但很少有投资者愿意购买它们，因为它们不需要那么高的收益率来达到回报目标）。

但是今天，当联邦基金利率和十年期收益率远低于 1% 时，人们蜂拥购买 5-6% 的高收益债券，就像白拿钱一样。关键在于，无风险利率越低，吸引资本进入其它资产类别所需的预期回报率就越低。

因此，联邦基金利率越低，债券收益率也就越低，这意味着利率较高的未偿付债券将会升值。债券的低收益率意味着它们相对股票的竞争力较小，这时即便股价不便宜也能吸引人们购买。

而且，如果高质量资产变贵，从而只能提供较低的预期回报，那么低质量资产将受到欢迎，这意味着价格上涨、预期回报下降——因为相对于高质量资产，它们看起来很便宜。

大多数投资决策都是相对的，投资者试图寻找最具吸引力的机会，以达到最高的风险回报。因此，许多选择过程也是相对的。

“我正在考虑购买 X，与 Y 相比，它的风险/回报如何？”如果 Y 的回报率越低，X 要成为更佳投资所要提供的就越少。而 X 的回报下降往往是由于资产价格的上升。

因此，大类资产之间本质上是相互关联的。资金从一种资产流向另一种资产，以寻找最好同时最便宜的资产，然后大量买进，直到它们与其他资产达到平衡，而改变无风险利率有可能重置所有资产的回报。

第四，较低的回报要求会直接导致更高估值。如果国债收益率在 3%，投资者可能要求比如说 6.5% 的收益率，如果他们选择投资标普 500 而不是国债，那标普要提供 6.5% 的收益率，换算成市盈率就是 15.4，这大约是二战以来标普的平均市盈率。

我们假设国债收益率是 1%（就像现在一样），需要提供同样的 350 基点的收益，那收益率需要在 4.5%，换算成市盈率就是 22.2。所以理论上讲，假设标普盈利不变，将要求的收益率从 6% 调至 4%，就要求市盈率上升，股价也随

之上升。

这是描述低利率对资产价格影响的另一种方式。低利率意味着股票价格上涨，对债券来说也一样。

（注：由于公司的收益通常会增长，而债券的息票却不会，因此可以认为，对股票的回报率要求应该更低，这意味着市盈率可能更高。）

第五，美联储有能力通过购买债券来降低收益率。这实际上是第四点的延伸。除了降低联邦基金利率，美联储还可以通过购买美国国债和票据以及其他类型的证券来刺激市场。如果美联储购买证券，就会抬高这些证券的价格。

当价格上升时，预期到期收益率下降。当债券收益率下降时，其他资产可以吸引资本，而不像过去那样提供那么多的预期回报，因此它们的价格也会上涨。

此外，美联储购买证券相当于把钱交到了出售证券的人手中，这些钱将被花掉或借出（提振经济）或再投资（推高资产价格）。从今年 3 月中旬至 7 月中旬的四个月中，美联储购买了超过 2.3 万亿美元的债券，其中大部分是美国国债和票据，也有其他证券。这大约是其 2008 年金融危机期间 18 个月内购买量的 20 倍。

第六，低利率和随之产生的较低预期回报鼓励了风险承受度和回报追求。如前图所示，当较低的无风险利率拉低资本市场线时，大多数资产承诺的回报比过去要低。这意味着那些过去取得过高回报的投资者想要或需要从同等风险水平的资产转移到风险更高的资产，以争取相同的回报。

如今，许多美国机构投资者的目标回报率或回报精算假设（以固定收益养老基金为例）都在 7% 左右。不幸的是，这些预期回报并没有像利率一样下降那么多。为了使目标回报率跟利率同幅度下降，大学和慈善机构只能得到更少的来自捐赠基金的支持，而养老金计划的担保人将不得不增加资金。

相同的投资，现在的承诺回报率肯定比过去少得多。在现金预期回报率接近 0、10 年期美国国债收益率为 0.7%、高级别债券收益率为 2-3%、股票预期收益率为 5-6% 的情况下，一个投资者想获得 7% 的投资回报率能做些什么呢？自然是承担更多的风险，只有高风险投资才可能带来的更高回报。

这种情况下，低利率使得风险规避成为一件极具挑战性的事，而承担风险反而更容易让人接受。当然你也可以选择接受较低预期回报，但大多数人选择前

者。

这意味着高风险资产类别会充斥着渴望获利的资本，这对风险调整收益率没有任何好处。当“害怕错过机会”（FOMO: the fear of missing out）超过了对风险和损失的恐惧时，不好的事情就会发生。

第七，让资金运转的需求导致了资本市场重新开放。在大多数金融危机中，“信贷窗口”都被关闭了，因为有资本的人首先承受着资产的损失，同时对未来的环境感到恐惧。

这两个因素使得它们不愿提供新的融资，这意味着即使是值得投资的公司和有利可图的项目也难以获得资金，进而会导致风险资产价格下跌，风险调整收益率也随之上升。

但现如今，美联储和财政部向投资者保证，他们将出手救助，向企业和经济活动的其他参与者提供大量资金，这使得投资者得以看到希望，另一方面也倒逼了低利率下的大规模融资。

因此今天信贷充足，债券发行已经创下新高。尽管美国季度 GDP 遭遇有记录以来最大降幅，且资本市场关闭了一段时间，但据标普数据，今年来美国高收益债券已发行 3,456 亿美元。这比 2012 年全年创纪录的 3,448 亿美元还多。

总而言之，低风险利率使低投资回报看起来更有吸引力。因此，在我看来，目前大多数资产提供的预期回报相对于它们的预期风险和其他因素而言都是合理的，但所有投资的预期回报都处于历史最低水平。

股票市场结构的变化

在上一篇备忘录中，我还提到了美国股市日益加剧的分化。简而言之，领先的科技和软件公司与其他公司的差异越来越大，因为科技的角色和力量已经扩大。

其次，它们在股指中所占的比例已大大提高，因为公司已经发展壮大，估值也越来越高，标准普尔 500 等指数也改变了它们的结构以保持相关性。虽然我不是这方面的专家，但我将引用一些关于这一趋势的重要性和影响的争论。（因此我仅传递这些有力的论据，并代表我为其背书）。

首先，这两类股票的属性和回报率差异更加明显。

- FAAMG（Facebook、苹果、亚马逊、微软、谷歌）和类似公司的增长前景与其他公司（在增长缓慢的 21 世纪）之间的差距巨大且在不断扩大。
- 新冠疫情推动了技术的应用。因此，虚拟会议、电子商务和云计算如今已司空见惯，成为常态。
- 当前的利润水平难以反映科技龙头的增长潜力。它们目前选择在新产品开发上大举投资，以扩大市场份额，从而主动压低利润。因此，当科技公司通过加大投入主动放缓利润增速时，它们在未来提高利润方面就具备了巨大的势能。
- 他们的目标市场比以往任何时候都更大，而且还在增长，这给了他们更宽阔的赛道。1999 年底，科技泡沫时期，全世界有 2.48 亿互联网用户；而现在，仅美国就已超过 2.48 亿用户，而世界范围内几乎有 50 亿，世界上 62% 的人在口袋里都有一台能上网的设备。
- 最后，科技企业扩大业务规模比以往任何时候都容易。过去，人们必须去经销商那里购买光盘上的软件，带回家安装。现在我们从网上下载应用程序只需几秒钟。

基于以上原因，科技公司与其他公司在市盈率方面的巨大差异是有依据的。

其次，这些股票种类将不再是井水不犯河水地共存，相反，科技公司有可能对一些非科技公司产生负面甚至是颠覆性的影响。

亚马逊已经危及了实体零售商。Netflix 已经挑战了传统的电视和电影生态系统。Facebook 已经打入了报纸和其他传统媒体行业——这些行业曾被认为是护城河深厚的“防御型”行业。

特斯拉革命性地改变了汽车行业，在开发电动汽车方面超越了现有公司。在盈利和本质上都不受技术变革影响的行业非常有限。

最后，有人认为，当今领先的科技公司比上世纪 60 年代末的“漂亮 50”（Nifty Fifty）更强大。今天的龙头企业常常被拿来与“漂亮 50”相提并论，但当今的龙头是更好的公司——

1. 它们规模更大、增长更快、潜力更高、持久力更强、毛利率也更高（因为在很多情况下没有实际生产成本）；
2. 市场主导地位更显著（因为规模和技术优势，以及更高的转换成本）；
3. 更有能力在不增加投资的情况下实现增长（因为不需要太多工厂或营运

资金来生产产品)；

4. 而且以未来利润的倍数计算，估值可能还更低。

当然，许多“漂亮 50”中的公司并不像人们想象的那么强大。施乐(Xerox)和 IBM 失去市场领先地位并遭遇了财务困难；柯达和宝丽来的产品市场消失，最终破产了；AIG 需要政府救助以避免破产——今天的科技龙头似乎更强大，更无懈可击。

但 50 年前，“漂亮 50”似乎也坚不可摧，然而人们完全错了。如果你在 1968 年投资它们(那时我刚到第一国民城市银行(First National City Bank)的投资研究部门做暑期工作)然后持有五年，那么你几乎会赔光所有的钱。

20 世纪 70 年代初，股市下跌了一半，而“漂亮 50”的跌幅更大。为什么？因为投资者对价格没有足够的意识。事实上，在银行(当时机构投资的主力军)看来，这些公司如此优秀，“价格再高也不为过”(no price too high)。

在我看来，这正是所有泡沫的必要成分，也是所有泡沫的标志。在某种程度上，我们今天可能正再次见证这一心理作祟。

当然，没有人会根据 FAANG 当前的收入或内在价值来对它们进行估值，或许也不会根据对未来某年的每股盈利预测对它们进行估值，而是根据它们在遥不可及的未来的增长潜力和盈利能力。

另外要注意的是，当今科技领军企业的实力和潜力很大程度上来自于它们占主导地位的市场份额和市场力量。同样的因素也造成了它们最大的弱点之一：可能遭到反垄断制裁——庞大的规模和成功的策略足以让一些人呼吁对巨头公司进行限制。以下是巴克莱 10 月 7 日的报告：

昨天美国众议院反垄断小组委员会发布了一份 449 页的报告，建议进行影响深远的反垄断改革，美国大型科技股(如 Facebook、亚马逊、谷歌和苹果)面临压力。建议包括结构分离，禁止支配地位的平台与依托此类平台的竞争，以及业务线限制，限制支配地位的公司可以参与的市场。

指数中有两组股票，科技股在其中的数量较大，且不断扩大。例如，标普 500 指数的成分股中，其市值的大约四分之一是那些快速增长、有能力提高收入和利润率的科技和软件公司，其余四分之三是增长缓慢，利润率已经达到最高水平的

公司。

如今的科技龙头比以往任何时候都更优于普通企业，这使得包括这两类企业的指数变得比以往任何时候都不重要——至少有人这么认为的。如果某股指包含 25%的高增长、高估值倍数公司（今年以来截至 9 月底，大约上涨 30%）和 75%的低估值倍数普通公司（上涨 4%），增长、估值和业绩的平均数据可能不足以支持“股票市场”的结论。

危机不同以往

如今，我经常被问到的一个问题是，2020 年的新冠病毒危机与我们经历过的以往危机有何不同：

- 1990-1991 年的高收益债券危机，当时许多著名的 80 年代杠杆收购破产。
- 2001-2002 年电信/丑闻公司垮台。
- 2008-2009 年的全球金融危机，由次级抵押贷款的内爆引起，以金融机构的崩溃为标志。

我在这里想要说明的明显区别与当前循环的特点有关。最好的开始方式可能是描述过去的危机：

1. 在上述三次危机中，衰退造成或加剧了经济疲软。
2. 经济和企业的负面发展、市场崩溃和恐惧加剧导致了信贷紧缩，融资困难。
3. 经济疲软和融资难的结合，导致违约和破产的大幅增加。
4. 资产价格下跌。
5. 资产/负债错配或高杠杆水平的公司和投资企业遭遇追加保证金通知及资金链断裂。
6. 螺旋下降趋势似乎势不可挡。
7. 悲观情绪泛滥，导致避险情绪高涨。
8. 这导致了资产的恐慌性抛售，使得大多数投资者完全不愿意再购买。
9. 由于上述原因，买到高回报低风险的资产成为可能。

上述情况与 2020 年形成鲜明对比。2 月中旬，新冠疫情导致的经济关停开始对资本市场造成打击，股债价格下跌，市场情绪转阴。从 2 月 19 日创下历史新高之后，标普 500 指数仅在 33 天之内就下跌了 34%。高收益债券和

杠杆贷款的价格也受到重创，证券发行预冷。这些似乎就跟上面描述一样，三月份，事情也正在朝着这个方向发展。

总所周知，美国财政部和美联储在 3 月中旬宣布了救助计划，并美联储在 3 月 23 日当周扩大了应对计划：零利率、债券购买、补助、贷款和大幅增加失业补贴。救助计划总额高达数万亿美元。这样一来，当局表明，接下来还有更多的举措——可用资源是无限的。

1. 人们接受了衰退会结束，复苏会很快到来的观点。
2. 在短期利率接近于零的情况下，投资者排着队购买债券以寻求回报。因此，与其说是信贷紧缩，不如说是可获得的资本达到了创纪录的水平。尽管救助提供了“流动性而不是偿付能力”，但整个行业（比如航空公司）都免于破产。
3. 没有像大多数危机那样出现引人注目的大崩溃。
4. 恐慌性抛售也是如此。
5. 悲观情绪被对未来更美好的憧憬所取代。
6. 在利率为零的情况下，投资者无法承担风险厌恶。他们不得不拥抱风险资产，以求获得高于低个位数的回报率。
7. 因此资产价格恢复了。

举例来说，自 4 月 1 日以来，不良债务投资者有机会向需要迅速应对流动性不足或债务即将到期问题的公司或实体发放大笔救援贷款，而且这方面的资金仍有充足的渠道。但随着投资者的乐观情绪增强，贷款竞争加剧，而安全资产的超低回报率，使得投资者竞相追求可能的两位数回报率成为可能。所有这些因素加在一起，使得预期回报率远低于危机时期的通常水平。

因此，这是一场不寻常的危机：这场危机的特点包括非金融和外生起因，而且对大多数投资者来说，没有持久的痛苦……而且并非逢低买进的人都能拥有的机会。伟大投资的诞生，往往是某位投资者愿意购买别人以任何价格都不愿意买的资产。在过去的危机中，我们能够做到这一点，因为你需要的是钱和花钱的勇气，我们拥有这些，而大多数人却没有。其他投资者在过去的危机中因为缺乏资金和勇气而错过了好的买点。今天，多亏了美联储和财政部，每个人都拥有了这资金和勇气，这反而让投资变得更加困难。

但是，如果人们用尽了他们已经得到的补助，华盛顿不能提供足够的额外援助，随之而来的是大范围的裁员（似乎正在开始）和商业再次放缓，会发生什么呢？我们是否会看到违约和破产的增加，以及投资者心理以及资产价格的变化？

经济救助可能带来的负面影响

鉴于新冠疫情的蔓延和抗击疫情导致的经济衰退的严重程度，美联储和财政部的救助措施的规模和成功是 2020 年的重大事件之一。在全球金融危机中，当局花了好几个月时间才弄清楚该做什么并付诸行动，但今年，他们重拾 2008 年的剧本，在几周内实施了它。

我们从未见过主动关停经济活动下的经济环境。许多行业（以及其他实体和机构）没有活动，没有收入，但成本仍然很高；数百万人没有工作和收入。几个月没有薪水，他们怎么活？怎么去光顾商家？如果没有销售，商家怎么付租金和税呢？没有租金收入，业主如何偿还债务？如果没有偿还债务的收入，放贷者如何维持偿债能力？没有税收，州和地方政府如何支付他们的雇员和继续提供服务？发达国家将如何购买新兴经济体赖以生存的出口产品？我们在 3 月中旬所面临的情况确实是我见过的最糟糕的情况。当时来看，全球萧条似乎是可能的。

但是美联储和财政部协作完成了规模巨大的经济救援措施，刺激了经济活动，弥补了损失的相当一部分现金流。它取得了惊人的成功。大多数投资市场复苏，经济也显示出惊人的强劲。因此，我想讨论的下一件事是经济援助措施可能产生的后果。我之前已经提到过了，但我想更深入讨论一下。

首先，零利率政策的含义是什么？对我来说，最明显的就是没有进一步削减的空间了。（美联储官员坚称，他们不会将利率降至负利率水平，负利率当然也不能说是重新推动了日本和欧洲的经济增长。）因此，问题是美联储将如何应对与第二波疫情以及由此导致的第二次封锁有关的经济衰退。

其次，救助和救助有可能引发道德风险。当政府让人们免于损失时，它告诉人们，进行风险投资是可以的：如果投资成功了，你就发财了；如果投资不成功，你也会得到救援并得以纾困。这样的教训很糟糕，今年那些过度借贷、过度扩张或将太多现金用于股票回购的行业获得了救命水，原因不过是在于政府决定不允许他们破产。

此外，通过大幅提振市场，美联储可能已经让一些人相信它将一直这样做——可以指望“鲍威尔对策”（Powell put）让市场保持活跃。2018 年第四季度，10 年期美国国债收益率高达 3.25%，引发了股市的恐慌。这足以结束珍妮特·耶伦启动的加息计划，取而代之的是一系列的减息措施。如果投资者相信美联储总能让市场保持坚挺，这将鼓励危险的行为。而且，无论如何，这似乎是一个不可能完成的任务，而且在我看来，美联储如果有这样的目标，也令人咋舌。

第三,对财政部数万亿美元赤字支出和美联储进一步数万亿美元债券购买计划的本能反应其实是担心通胀。向经济注入数万亿的流动性,似乎有可能创造出过多的货币,追逐相对来说太少的商品,从而导致价格上涨(就像资产那样)。此外,由于这些救助措施,我们的赤字高达数万亿美元,国债也增加了数万亿美元,国债占国内生产总值(GDP)的比例目前已接近二战后的最高水平。

在过去,大量印钞已经造成了严重的后果。有人想知道,2020年的版本是否会带来一些传统上与货币贬值有关的事情:

1. 过高的通胀,
2. 美元的疲软,
3. 美国信用评级下调,
4. 为弥补增加的赤字而增加的借贷成本,
5. 利率普遍上升,进一步增加偿债成本,从而增加赤字和债务,
6. 将越来越多的联邦预算用于偿还债务,
7. 美元失去世界储备货币的地位。

当然,也有反驳:

1. 我们长期以来一直处于赤字支出状态,没有引发通货膨胀或其他不良影响。(当然这类似于温水煮青蛙,青蛙不会注意到温度是逐渐升高的,直到为时已晚。)
2. 各国多年来一直试图创造 2%的通胀,但都没有成功。因此,通货膨胀不容易引发;问题不在于通货膨胀,而在于没有通货膨胀。
3. 现代货币理论(过于简单地)认为,赤字和债务无关紧要。(但大多数经济学家不同意这种观点,常识表明,一个国家不太可能在不受影响的情况下无限制地支出。)
4. 最后美元作为储备货币的地位,目前来看还是不可取代。

我所知道的是:美联储和财政部似乎并不担心上述任何一种可能性;无论如何,它们认为继续实施该计划是必不可少的。

第四,美联储真正担心的是经济增长乏力。GDP 要恢复到 2019 年达到的水平和 2020 年应该达到的水平,肯定需要一段时间——在今年第二季度触底后一年或更长时间。停滞的经济不会让因封锁而失去工作的人们重新就业,当然也不会为不断增长的人口提供就业机会。

“这个风险是螺旋式下降式的，”（美联储理事莱尔·布雷纳德（Lael Brainard）在最近的一次演讲中指出）。她警告称，美国经济可能陷入低利率、低通胀和低增长的恶性循环。

令人失望的生产率增长和有限的劳动力增长等长期趋势正在削弱美国经济的潜力。今年 7 月，国会预算办公室表示，从长期来看，美国经济的年平均增长率可能只有 1.8%，低于 2000 年的百分之四点多。

《华盛顿邮报》10 月 3 日

因为这是美联储最关心的问题，所以它不太担心上述拯救和刺激经济的努力所带来的风险。美联储完全愿意看到 2% 的通货膨胀率，这是它多年来从未有过的。事实上，美联储最近宣布了一项平均方法，在此方法下，将保持宽松的货币政策和低利率，直到通胀率平均为 2%。也就是说，通胀率将被允许在一段时间内运行在 2% 以上，以使平均值达到 2%。

有人说，世界上最糟糕的情况将是滞胀，我在上世纪 70 年代就经历过这种情况：高通胀和经济疲软。毫无疑问，那是一个惨淡的十年。但另一些人认为，经济低迷更有可能导致反通货膨胀甚至通货紧缩，这是一种我们对其知之甚少的罕见现象。

经济增长的长期恶化为资源过剩和反通货膨胀创造了条件。

Hoisington 季度回顾与展望，2020 年第三季度

我的结论是，我不知道我们将会看到通胀、滞胀、停滞、反通胀还是通缩，而橡树资本不会对任何一种情况押注。我们投资理念的原则之一是，我们的投资决策不受宏观预测的驱动。并不是说知道这些方面的未来会是什么样子不太好；更简单的说，大多数投资者（包括我们）都没有能力对宏观经济做出更好的判断。那么为什么还下注呢？

最后，我想声明的是，我所写的有关救市及其可能产生的后果的文章，都不是为了批评美联储和财政部及其行动。简单地说：仅仅因为某件事有潜在的负面影响，并不意味着你不应该做它。在疫情和衰退的情况下，绝对没有其他选择。尽管不完美，但政策的回应已经相当出色。

不平等进一步暴露

在当前社会和种族平等受到高度关注的环境下，我在这篇备忘录的最后，必须提到，最近发生的事在许多方面进一步揭示了我们社会中的不平等：

1. 在封闭管理期间，经济地位较低的人可依靠的金融资源更少，而且他们通常也没有从利率下调导致的资产价格上涨中受益。
2. 由于封闭管理和经济衰退，低收入工人更有可能失业。那些保住了工作（通常在食品生产、零售和医院等行业）的人更可能是必要的工人，他们需要工作，并处于危险的境地。另一方面，白领和行政人员更有可能在家工作。
3. 低收入人群更有可能生活在狭小的空间和拥挤的社区中，这使得他们在家工作的生活质量较低，并增加了感染疾病的几率。
4. 由于以上这些原因，在这些人口中，与新冠肺炎相关的疾病和死亡发病率高得不成比例。
5. 收入较低的人需要学校帮忙照顾孩子。因此，学校停课对低收入家庭的影响更大，因为如果让他们选择的话，他们不太可能让孩子待在家里。相反，他们必须把孩子送到学校，在学校孩子们可能会感染上新冠肺炎，并把病毒带回给父母和祖父母。
6. 最后，女性比男性更容易受到这种现象的影响：她们在单亲父母中所占的比例更高，她们的工资可能比男性伴侣低，而且她们常常被期望担负起照顾孩子的责任。

当然，“低收入”在很大程度上等同于“非白人”。综上所述，我相信这是一个“双城记”。低收入美国人、黑人和拉美裔人在疫情期间的总体经历，与白人和那些收入更高、财力更雄厚的人大不相同。这些观点很可能成为我们国家关于机会平等辩论主题的一部分。

这一切对市场意味着什么

在 2020 年之前的几年里，我对投资环境的描述如下：

1. 异常高的不确定性（主要是外生性及与地缘政治有关的），
2. 有史以来最低预期回报率，
3. 过高的资产价格，
4. 试图获得高回报的投资者从事的高风险行为。

总之，这些事情告诉我，我们生活在一个低回报的世界，在这个世界里，承诺的回报并不能完全补偿风险。它不是以高得离谱的价格为特征的泡沫，也无法确切地说，好日子什么时候会结束，为什么会结束。

因此，橡树资本的投资理念是“向前迈进，保持谨慎”。我们会继续投资，甚至保持高仓位，但同时我们努力“谨慎行事”。由于我们对风险资产战略总是采取谨慎的态度，所以它的真正含义是“比平常更谨慎”。由于一贯保持谨慎，导致我们持有的一些资产类别略微落后于基准，因为事实证明，谨慎通常是不需要的——直到今年。

我们的谨慎立场在 2020 年艰难的第一季度得到了回报。我上面描述的情况使市场很容易受到外源性冲击的影响，于是我们陷入了混乱。重要的是，这种谨慎使我们能够冷静地对待我们的投资组合，总体上不必过于担心价格下跌。在高流动性的情况下，我们能够采取积极的行动，在 3 月流动性达到峰值时我们成功抄底。

但现在，我认为我们已经回到了我曾经谈论过的市场状况。

- 和去年一样，不确定性依然存在（除了被认为最终不可避免的衰退和牛市的结束已经来了又去）。此外，我们还有一些新的不确定性。这份清单包括抗击新冠肺炎的斗争、复苏的形式、选举的影响以及选举是否会顺利进行、对更高税收和更多再分配的担忧、我们国家的分裂，以及种族和谐的前景。
- 如果说过去几年的预期回报率很低，那么由于利率的下调，现在的预期回报率甚至更低。现金回报率接近零，投资级债券的回报率为 2%，高收益债券的回报率为 5%，预计股票的回报率为 5-6%——与此同时，大量资本都渴望投入使用。充足的回报可能很难获得。
- 股市又回到了 2 月份触及的高点附近，并以高于平均估值（如之前所述）的价格抛售。唯一看起来价格低廉的，是那些从根本上看风险最大的产品，比如石油和天然气、零售商和零售房地产、写字楼和酒店。以及评级较低的结构信贷。正如我之前所说的，相对于其他东西，每样东西的价格似乎都是合理的，但由于基准利率较低，任何东西都不便宜。
- 因此在 3 月份短暂抄底后，我们又回到了低回报的世界。但由于大多数投资者并没有降低他们的要求或目标回报，他们不得不冒更高的风险来追求回报。

在我看来，低利率代表了当前金融环境的主要特征，从而导致的历史上最低的预期回报成为投资者首要考虑的因素。因此，我重新开启了近年来一直在做的

名为“投资于一个低回报的世界”的演讲。最后，在列举了以上大部分内容后，我列举了投资者的战略选择，并以此作一个总结：

1. 像往常一样投资，保持与过去一致的预期回报——事实上，这是在逃避现实——你过去拥有的资产经过现在的定价后回报会更低。
2. 像往常一样投资，接受今天的低回报——这才是现实的，虽然不是那么令人愉快。
3. 在回报率接近于零的情况下持有现金，等待更好的环境——我反对这个观点。持有现金是极端的做法，目前肯定不需要。在你等待调整的时候，你的回报率大概是零。大多数机构不会这么做。
4. 增加风险，追求更高的回报。这种做法“理应”会奏效，但这并不是确定无疑的，尤其是在这么多投资者都在尝试同一种做法的情况下。高水平的不确定性告诉我，现在不是大举投资的时候，因为较低的绝对预期回报似乎不太可能弥补这一点。
5. 把更多的钱投入到特殊的利基市场和特殊的投资经理身上。换句话说，进入另类的、私人的和“阿尔法”市场，那里可能有更多抄底的潜力。但这样做会带来流动性不足和管理者风险。天下没有免费的午餐。

以上列举的选择中没有一种是完全令人满意且没有负面影响的。而且我认为这种选择并不存在。

用我过去几年一直在用的术语来说，今天应该如何侵略性和防御性之间取得平衡呢？你应该如何“校准”你的投资组合的风险？它应该在你的正常水平；准备进攻，试图从一个低回报的世界夺取高回报；还是出于对不确定性的尊重而倾向于防御，满足于较低的回报？

依我愚见，我倾向于在这个时候进行防御——在我看来，当不确定性很高时，资产价格应该处于低位，从而创造具有补偿性的高预期回报。但由于美联储将利率定得如此之低，而回报率正好相反，因此，投资者的胜算并不大，市场很容易受到意外的负面影响。我对前几年的判断就是如此，现在我再次重申。这种情况并不是极端的——价格并没有高到可怕的地步（假设利率保持在低水平，这种情况可能会持续好几年）。但在这种情况下，很难找到让人非常想投资的标的。

写于 2020 年 10 月 13 日

2021/01/11 对价值的反思

如果有人问我，疫情之下有没有仍令我感到愉悦的事，我首先想到的是我有机会用更多时间陪伴家人。在疫情之初，我的儿子安德鲁带着妻儿搬来洛杉矶与南希和我同住，因为新冠肺炎爆发时他们的寓所正在翻新装修，其后十周我们大家在一起共同生活。没有什么比连续几个月的时间与孙辈亲密相处更令人开心的了，这都是拜 2020 年所赐，我确信这种积极影响定会相伴终生。

正如我之前曾经提到过，安德鲁是一名专业投资者，并专注于“成长型公司”、特别是科技公司的长期投资。2020 年他的业绩不错，所取得的成功简直无可辩驳。我们大家住在一起，让我有机会和他畅谈，深入思考我之前不曾细想的主题，这为这篇备忘录中涉及的内容做出了很大的贡献。

我前提到过，人们的提问能让我弄清楚他们的真实想法。这些天我常被问到“价值”投资的前景。过去 13 年，“成长股”大幅跑赢“价值股”，以至于很多人问我该趋势是否会永远这样持续下去。和安德鲁进行了广泛讨论之后，我的结论是，在我们赖以生存的瞬息万变的世界中，对于价值和成长的关注，对投资者来说作用不大。首先，我会介绍一下价值投资，以及 2021 年投资者如何看待价值。

什么是价值投资？

价值投资是投资领域的重点学科之一。它包括主要根据基本面、产生现金流能力等因素量化事物的内在价值，以及在价格明显低于该价值时买入。尽可能远的预测未来现金流，并使用由现行无风险利率（通常为美国国债收益率）与不确定性的溢价补偿之和所得贴现率进行折算得到现值。常用估值指标有很多种，比如市销率或市盈率，但基本都归宗为贴现现金流法（DCF）。

现在，在实际操作中确定这一价值难度很大，成功的关键并不在于进行数学运算的能力，而是要对相关假设值作出最佳判断。简单来说，贴现现金流法是所有价值投资者基于公司的长期基本面作出投资决策的主要工具。

重要的是，价值投资者要认识到他们买入的证券不仅仅只是一纸文书，而是代表着实际企业的所有权（或如果是信贷，则是债务追索权）。这些金融工具具有基本的价值，并可能与令人焦躁的起起落落的市场报价——本杰明·格雷厄姆将这种涨跌称之为“市场先生”——截然不同。不论何时，市场先生时而兴致高昂，

时而意志消沉，证券报价全凭感觉。价值投资者都明白，市场先生不会告知我们特定资产的价值所在，相反，他提供的证券价格往往大幅偏离相关企业股权或债权的实际价值。如此一来，我们有机会以远低于其内在价值的价格获得股份或债券。这种操作需要独立的思想以及足够的定力来抵抗市场周期的情绪驱动，单纯根据价值作出决策。

因此，对我而言价值投资的基本原则是：

1. 将证券理解为实际企业的所有权；
2. 关注真实价值而非价格；
3. 基于基本面计算内在价值；
4. 认识到有吸引力的投资机会，往往出现于市场价格与所判断的实际基本价值有较大出入时，才会出现有吸引力的投资；
5. 在此类投资机会出现时，保持情绪纪律性并行动，而并非被情绪左右。

价值与成长

过去 80 至 90 年间，投资风格出现了两方面的重要发展。如上文所述，首先是价值投资的确立。接下来是“成长投资”，即瞄准预期会出现快速成长、具有出色的长期成长潜力而被授予高估值指标的新一类公司。

价值学派之所以被贴上“价值”的标签，是因为最出众的早期普及者之一本杰明·格雷厄姆奉行低估值之道。被他的得意门生沃伦·巴菲特视为“雪茄屁股（cigarbutt）”投资法，格雷厄姆的投资风格强调物色那些表面平庸，但股票价格相比资产负债表资产的清盘价值存在折价的公司，这种做法被巴菲特比作在大街上寻找还能抽最后一口的雪茄屁股。

这就是格雷厄姆在哥伦比亚商学院课堂上以及他所发表的、被视为价值投资圣经的著作《证券分析》和《聪明的投资者》中所宣扬的方法。他的投资风格以固定公式为基础，以数据衡量“优惠程度”。格雷厄姆的投资表现一直很有说服力，但有趣的是，他后来承认对成长股政府员工保险公司（GEICO）这一单一项目的长期投资所获利润，比他所有其他投资的加总收益更为丰厚。

作为价值投资者的守护神，巴菲特在其职业生涯的头几十年里也曾奉行“雪茄屁股”投资法，并大获成功，直到他的合伙人查理·芒格说服他放宽“价值”的定义，并将重点转移到“价格合理的优质企业”，主要因为这样可以让他配置更多资金在高回报机会中。这促使巴菲特投资于成长型公司，比如可口可乐、GEICO

和华盛顿邮报，虽然这些公司的股票估值的绝对值并不算特别低，但因为了解它们的竞争优势和未来的盈利潜力，他认为这些公司颇有吸引力。

尽管巴菲特早已明白，一家公司的前景是决定其价值的重要因素，但他在整个职业生涯中通常避开科技股的做法，可能无意中引导大多数价值投资者同样对这些股票产生抗拒情绪。有趣的是，巴菲特也认同，他近年对苹果的投资是最成功的投资之一。

随着时间推移，一部分价值投资者采用更严格的投资标准，高度强调低估值指标。格雷厄姆和巴菲特的“雪茄屁股”投资法曾以低估值指标为标志，这无疑使得一部分价值投资者将这一特点上升为投资过程的核心考虑因素。有趣的是，标普 500 价值指数的纳入方法只取决于在标普 500 指数中找到“价值排名”（基于盈利、销售额和账面价值的最低平均倍数）与“成长排名”（基于销售额及盈利的三年期最高成长率和 12 个月的价格变动）之比最高的前三分之一的成分股。

换言之，价值指数中的股票是“低估值”特点最突出而“成长性”特点最弱的股票。但“具有低估值参数”绝不等同于“折价”。人们很容易被前者所诱惑，以市盈率低的股票为例，只有在其当前盈利和近期盈利成长能够反映未来情况时，才有可能物超所值。仅仅追求低估值指标，可能会让你落入所谓的“价值陷阱”：有些股票在数字上看起来便宜但实际却不然，这是因为它们存在经营上的不足，或者因为支持这些估值的销售额和盈利在未来无法被复制。

另一方面，成长投资阵营是在 20 世纪 60 年代“沸腾的岁月”初期出现的，正是那时，我在第一国民城市银行（First National City Bank）的股票研究部开始了我的职业生涯。投资者对快速成长公司的青睐，让所谓的“漂亮五十”股票迎来高光时刻，令它们成为当时首屈一指的机构投资者——许多货币中心银行（包括我的雇主）的投资焦点。这组股票由 50 家被认为是美国最卓越、成长最快的公司组成：当时认为这些公司是如此优秀，以至于“坏事永远不会在它们身上发生”，而它们的股票“价格则无论如何都不会过高”。

与大多数狂热者的追捧对象一样，由于公司盈利成长令估值飙升，漂亮五十股票一度维持了多年的出色表现，不过一切在 1972 年至 1974 年期间戛然而止，它们遭遇了断崖式下跌。由于那场暴跌，这些公司的持有回报率在很多年里都维持为负。它们的惨淡表现让我离开了股票研究总监的职位，被派去创立投资高收益债券和可转换债券的基金——对我是意料之外的好运。然而值得注意的是，即使按股灾前的高点衡量，漂亮五十中真正持久的成长股（约占其中一半）在 25 年中都实现了不俗的回报，这表明对这类具稀缺性的公司而言，极高的估值从长远的基本面来看是合理的。

过去五十年来，价值和成长将投资界分为两个流派。它们不仅成为理论上的投资流派，而且成为区分产品、管理人和机构的标签。基于这种区分，两个不同的阵营之间的业绩一直被持续比较。如今，事实表明，价值股的表现过去十多年落后于成长股（在 2020 年格外明显），有人因而宣布价值投资已永远长眠于历史，但也有人断言价值投资的伟大复兴指日可待。于我而言，经过一年的深思，特别是受到了与安德鲁交谈的启发，我坚信这两者从一开始就不应该被视为相互排斥。我们稍后会讨论这个问题。

优势点

有趣的是，在与安德鲁进行讨论时，我们都发现了我们两个背景迥异这个事实，也许正因为如此，我们看待投资优势点的观点大相径庭。

我自 20 世纪 60 年代开始形成自己的投资理念。当时投资思想发展并未达到如今的地步，本·格雷厄姆的投资理念主导市场。巴菲特还在寻找能抽最后一口的“雪茄屁股”，还没有创造出“护城河”，即维持优质企业的持久竞争优势的壁垒概念。我在 1969 年开始工作，当时正值“漂亮五十”泡沫时期，我亲眼目睹了泡沫的破裂，这对我的理念的形成颇有影响。

1978 年，我从股票转向可转换债券和高收益债券等固定收益投资，这一经历进一步塑造了我的投资理念。重要的是，格雷厄姆和他相对不出名的合著者戴维·多德（David Dodd）将债券管理定性为“消极的艺术”。这是什么意思呢？总体而言，债券投资者的投资回报率取决于承诺利息付款和到期票面收益，这也是其被称为“固定收益”的原因。关键是，所有买入时收益率为 6% 的债券持有至到期，它的回报率将是 6%，前提是此类债券到期偿付。相反，如果不偿还债务，就会导致不同程度的亏损。

因此，整体而言，改善债券投资表现的关键不是购买某种按期偿付的债券（因为所有收益率为 6% 的偿债债券均会产生同等的回报），而是做出正确的排除法（即是否能够避免投资于无法偿付的债券）。显然，这与股票大为不同。理论上，股票收益没有上限，这需要投资者明智地权衡下行风险和上行潜力。

我认为优秀的股票投资者必须是乐观主义者。诚然，末日论者不适合参与股票投资。另一方面，“乐观的债券投资者”的说法实际上是自相矛盾的。因为债券通常不大可能获得超出其承诺收益率的长期回报，债券投资大多需要持怀疑态度，并关注下行风险。我之所以在固定收益投资方面取得良好的业绩，原因之一是我

天性保守。科技公司发行的债券相对较少，而我恰好很少投资于科技领域。我一向对科技投资不太关注，而且始终觉得它有点“超出我的能力范围”。显然，我算不上“早期购买者”，也未曾洞悉新兴科技的初期发展趋势。

最后，我的父母出生于 20 世纪初期，成年时期经历了经济大萧条，他们所经历的贫困和恐惧对我的思维模式产生了很大影响。因为他们痛苦而深刻地意识到每一美元的价值以及事物可以在瞬息之间朝更坏的方向转变，他们十分担心未来和损失的风险。“不要把鸡蛋放在同一个篮子里”和“未雨绸缪”是我从小听到大的格言。这与父母比我的父母晚出生十年或二十年的其他人的经历截然不同，他们没有经历过贫穷，甚至可能从未听过这些格言。由于这些影响和经历，我主张采用价值投资法，寻找“价值投资”，这使我在所选择的领域表现良好，该领域现在被称为“信贷”。

安德鲁的想法截然不同。很显然，他的早期经历与我截然不同，没有类似经济大萧条的经历。他很早就接触了投资，从很小的时候，投资就主导了我们的对话。虽然他非常欣赏我的部分投资理念，比如理解投资者心理、关注基本面以及逆向投资的重要性，但他自成一格，与我截然不同。最初，他是一名“巴菲特迷”，沉迷于钻研股神巴菲特的神谕，而且坚信巴菲特的投资理念。但一段时间后，他形成了自己的观点，转而主要投资于科技及其他成长股公司。大部分时间里，他与另外两名合伙人负责管理一家名为 TQVentures 的风投公司，但同时他也带领我们家庭进行“具备上行潜力的投资”，并且成绩出色。（我自然更适合负责掌控偏保守型投资）。

我们观点上的这种反差，特别是在 2020 年，为讨论和学习创造了绝佳机会。从这个角度看，这篇文章中的大部分内容均得益于安德鲁，这些观点让 75 岁的我也从中受益。

错误的价值与成长二分法

在某种程度上，价值和成长两大阵营各自形成了几乎与对立政治派系一样的狂热崇拜。你宣誓效忠其中一方，那么你未来的投资行动必须与其一致。你坚信你的方式是唯一选择，然后轻视选择另一方式的实践者。我认为，投资者可能基于他们的情感构成、认知取向和对技术创新等事物的理解，自然而然地倾向于不同阵营。其中的显著区别如下：

- 价值股以当前现金流和资产价值为基础，理论上应该更为“安全”，更有保障，但是不大可能像致力于未来长期实现销售额和盈利快速成长的公

司那样，获得巨大回报。

- 成长股投资往往需要相信未经证实的商业模式，而这种模式可能会不时遭受严重的冲击，这就要求投资者必须拥有坚定的信念，才能坚持到底。
- 成长股在上涨时通常会掺杂一定程度的乐观情绪，而这种乐观情绪在市场盘整时可能会消失殆尽，甚至连最坚定的投资者也会动摇。
- 由于成长股的大部分价值取决于未来的长期现金流，而后者在现金流贴现模型分析中会大幅贴现，给定的利率变化对成长股估值的影响往往高于估值主要基于短期现金流的公司。

尽管如此，我认为，业内有影响力的著名价值投资者并不希望对价值投资（关注当下、低价和可预测性）和成长投资（注重快速成长的公司，即使估值很高）进行泾渭分明的划分。这种区分亦并非必要、自然或有益，特别是在我们今天所处的复杂世界中。

格雷厄姆和巴菲特均通过不同的投资风格取得成功，更重要的是，他们都认为价值投资涉及坚持基本面的商业分析，而不是沉迷于对市场价格走势的研究。正如巴菲特所说，“我们并不认为自己是价值投资者……现金流贴现法是适用于所有业务的估值方法……我们的脑海中并没有价值投资和成长投资的概念。”巧合的是，他们所处的时代为他们提供了大量“雪茄屁股”投资机会，特别是考虑到他们都是用相对较少的资金起步，因此他们都强调了这一点。但随着世界的发展，机遇和前景都发生了重大变化。

俗话说：“在手握锤子的人眼里，一切都像是一颗钉子”。价值与成长的区别所引发的广泛讨论，让一些人相信他们手中拥有的只是锤子，尽管实际上他们拥有整个工具箱。如今，我们生活在一个复杂的世界，成功需要一系列工具。

一个更高效的世界

如前文所述，当初巴菲特和格雷厄姆最开始将他们的价值投资理论付诸实践时的投资界，同如今的投资界差别很大。

首先，与今天的市场相比，当时的竞争水平要低得多，几乎可以忽略不计。投资管理也还不是许多人趋之若鹜的热门职业。相反，它还只是一个比较小的行业，只有少数机构从事较为传统的金融活动。

其次，信息的获取和处理都异常困难。当时并没有电脑、Excel 表格或是数据库。在研究股票之前，你首先得在报纸（如果是主流股票）的附属板块或穆迪

和 ValueLine 等公司整理的厚厚的研究书籍（如果是交易量很少的股票）中寻找股票的相关信息。然后你必须向公司索要年报，或者去图书馆碰运气看看能否找到相关公司的年报或其他涉猎宽泛的出版物，其中恰巧刊载了该公司财务报表的内容。

第三，由于行业太小、处于发展初期且不太受欢迎，因此投资理念推导过程得不到广泛发展或传播。当时还没有成熟的关键分析框架，而像格雷厄姆和巴菲特等著名投资人，仅因为知道如何处理他们所发现的数据，就已经拥有了巨大优势。简而言之，进行资料搜索的人很少；搜索过程相当困难；也很少有人知道如何将他们发现的数据转化为可产生利润的投资结论。在这种环境下，对于那些愿意去观察且有分析能力的人来说，折价投资机会可以说是唾手可得。

当巴菲特运用其“雪茄屁股”投资法经营早期投资合伙企业并创下了骄人的业绩时，在人们的印象当中，他只需要坐在奥马哈的后院，翻翻几千页厚的《穆迪手册》，就能买到股价相对于清算价值存在巨大折扣的小公司股票。原因很简单，这些股票没人关注。举例而言，比如美国国家火灾保险公司（National American Fire Insurance），当时巴菲特能够以大约 1 倍的市盈率买入股票，买入方法就是自己开车到农户的家门口，用现金购买这些几十年前推销员硬卖给他们然后又被遗忘的股票。因此，格雷厄姆价值投资框架就是在这种环境下创建的，即根据明显能够观察到的事实，发现严重低估的股票，而这仅仅是因为资料搜索过程非常困难且不透明所致。

世易时移，尽管仍然存在了一段时间，勤奋的分析师的信息优势开始慢慢消失。在本世纪初，互联网尚未被广泛采用以及投资行业尚未出现爆炸式增长时，信息和分析方法仍然很难被获取。即使在 20 世纪 90 年代，上市公司还需要邮寄年度报告，而且尽管有更多的人可能已经知道如何像格雷厄姆在 20 世纪 50 年代和 60 年代做的那样，找到纯粹的资产负债表套利机会，但已投资资本回报率、企业的可持续竞争优势和自由现金流（而非 GAAP 会计准则下的盈利）等看似简单的基础概念并未得到广泛认可。当然，大多数人并不了解所谓的“特殊机会”背后的含义，当复杂的公司行为导致严重错误定价并创造投资机会时，就会出现这种“特殊机会”。这个阶段仍有机会找到显而易见的折价投资，但可能需要更加成熟的投资技巧。

而如今，一切都变了。投资行业竞争变得异常激烈，数以万计的基金管理着数万亿美元的资金。投资管理成为最受追捧的职业之一，高智商天才们纷纷放弃能够改变世界的科学家或发明家职业来换取华尔街的工作，甚至引起了人们对“人才流失”的抱怨。沃伦·巴菲特也摇身一变，从在家办公搜罗廉价股票的交易者变身为国际名人，每年都有来自世界各地的 50,000 名投资者，到奥马哈朝

圣般地参加伯克希尔·哈撒韦的年会。信息已无处不在，海量的数据（更不用说关于投资方法和特定股票研究的书籍、文章、博客和播客了）只需要几秒钟便可在手机上获得。而且，不仅信息广泛可用且可轻松获取，每年还有数十亿美元投入到专门的数据和计算机系统，旨在发现市场上的任何明显错配投资机会并采取行动。推动所有这一切发展的主要原因是，过去四十年里投资行业为从业人员创造了大量财富。与此相反，当我在 20 世纪 60 年代末投身这个行业时，很少有家喻户晓的投资者，而投资行业的收入与其他行业的收入也相仿，只有少数投资者能从其客户的利润获得“绩效分成”。

过去，基于现成的可观察数据和基本的分析，就可能找到廉价投资。而如今，无论以何种频率，认为可以通过这种方法发现投资机会，都是愚蠢的。如果有关公司的信息可以在年度报告中轻松获得，或者可以由精通数学的分析师或计算机轻松找到，那么不难推断，在大多数情况下，市场应该已意识到这一点，并已将其反映在公司的证券价格之中了。这就是有效市场假说的本质。因此，在我们当今的世界中，基于生搬硬套的公式和现成可用的基本量化指标进行投资，应该难以获得特别丰厚的回报。（而在市场低迷和恐慌期间，这未必是正确的，因为抛售压力可能导致价格与基本面脱钩。）这同样说明，这个时代中，由于易于分辨的定量数据唾手可得，高额回报机会已不复存在：

- 如果某只证券的估值较低，往往背后存在合理的原因。
- 成功的投资更多地取决于对以下因素的判断（一）定性、不可计算的因素以及（二）未来情况将如何发展。

不再是祖父辈的那个市场

不仅经典价值投资的传统方式（当下即可辨认廉价投资的量化指标）已不再可能独自产生可持续的优势，而且世界也变得更加复杂，新的状况层出不穷，无论是正面还是负面意义上讲，这可能会促使短期的指标与估值脱钩。

回顾过去，沃伦·巴菲特可以找到明显有望长期保持主导地位的企业，并进行相对简单的分析来评估其估值。例如，他可能会找到《华盛顿邮报》之类的股票（《华盛顿邮报》实际上已成为主要城市具有垄断地位的报纸），并在对该报纸的发行量、订阅价格和广告费率等一些变量作出合理、一致的假设基础上进行投资。由于该企业具有强大的可持续竞争优势，几乎可以肯定该报刊将会继续保持主导地位，因此其未来的发展状况将与过去非常相似。而当今的市场则截然相反：

1. 由于市场本质上是全球性的，并且互联网和软件极大地增加了科技公司

或者获得科技公司协助的企业最终的获利潜力，可以变得比我们以前想象的有更多价值。

2. 创新和技术的应用变得史无前例的迅速。
3. 成立一家公司从未像现在这么容易，而且从未像现在这样有这么多的资金用于资助创业。
4. 也从未像现在这样有这么多有能力的人专注于创办和建立公司。
5. 由于许多这类企业主要销售使用代码制作的产品，因此它们的成本和资本要求极低，但是利润率（尤其是增量销售的利润率）却异常之高。因此，优胜企业的经济状况具有前所未有的吸引力，即具有非常高的利润率和最低的资本要求。
6. 由于通过互联网进行规模扩张的摩擦成本和边际成本非常之低，因此企业可以实现令过去望尘莫及的发展速度。
7. 市场比以往任何时候都更加可以接受上市公司为了追求最终的高额回报而短期处于亏损的状况。而导致有关优胜企业的经济潜力判断变得模糊，如果不付出巨大的努力深入研究的话，就很难区分出企业未来胜负。
8. 由于在数字化世界中开发和扩大新产品规模要容易得多（通常只需要工程师和代码，几乎不需要其他什么投入），因此，企业比以往任何时候都更有可能开辟出全新的增长途径，进一步扩张赛道（亚马逊的云端服务平台“AWS”以及 Square 的现金返还理财服务“CashApp”就是两个显而易见的例子）。这让卓越的管理体系、工程人才及对客户的战略定位等无形资产有了真正的价值。
9. 当今优胜企业的优势“护城河”从未像现在这般强大，正如布莱恩·阿瑟（Brian Arthur）在将近 25 年前的鸿篇巨著《持续增长的回报和商业新世界》所指出，随着优胜企业规模变得更大，它们通常会变得更强大、更高效，而不是臃肿和低效。
10. 另一方面，初创公司拥有随时可用的资本和最低的扩张障碍，他们所产生的冲击力意味着，传统企业的持久性从未像现在这样如此脆弱或充满不确定性。
11. 但与此同时，认识到领先的科技公司正面临反垄断人士的威胁，他们认为这些公司已经拥有过于强大的市场力量。这一考量也非常重要。

总而言之，在当今世界，企业变得更加脆弱，同时也更具主导能力，拥有更大机遇实现财富的巨变，正向负向皆有可能。从积极方面来看，成功的企业拥有更大潜力实现长期的高速增长、卓越的经济指标和显著的持久性，在梦想的尽头创造出巨大的财富，并对于按历史标准判断可能属于极高的估值，也能提供支持其合理性的证据。从消极方面来看，这也给投资者造成了巨大的诱惑，导致他们高估那些资质不相匹配的公司。只要一群斯坦福计算机科学专业的学生能为他们的新想法获得资金和支持并抢占市场，那么当下手握现金且看似稳定的公司所

具备的优势就会消失殆尽。

当我思考这个新世界时，我认为，为了取得真正深刻的理解，基本面投资者需要有彻底检查各种情况的意愿——包括那些严重依赖无形资产和超长期增长的情况。但是，这在一定程度上与价值投资者的想法相悖。对于价值投资者而言，他们的一部分思维方式是，对当下可观察价值的坚持，对看似短暂或不确定的事物较为反感。许多价值投资者的巨大财富都来自泡沫破裂之后的恐慌时期，这一事实可能导致价值投资者对市场繁荣持高度怀疑态度，特别是在涉及拥有无形资产的公司时。怀疑态度对任何投资者都很重要；质疑假设、避免从众心态和进行独立思考始终是至关重要的。怀疑态度是投资者的安全壁垒，帮助他们避免“便宜没好货”的投资。

但与此同时，我认为怀疑态度也可能导致习惯性的轻视。尽管保持怀疑态度很重要，但面对这个新世界，保持好奇心、深入研究事物并寻求自下而上的深入理解，而不是立即反驳，同样十分重要。我担心价值投资会导致生搬硬套公式，以及在发生巨变时，应用基于过去的经验和先前情况的模型公式可能会导致重大错误。约翰·邓普顿（John Templeton）曾警告，当人们说“这次不一样”时可能带来的风险，但他也承认有 20%的时间这些人是正确的。鉴于 21 世纪科技的影响力不断提高，我敢打赌，如今这个百分比要高得多。

此外，非常值得注意的是，对于那些能够实现快速、持久和高利润增长且真正占据主导地位的公司来说，短期市场倍数很难高估此类公司的价值。金融的基本公式设计时并非用于我们所见的高双位数增长现象，令快速增长的企业的估值变得复杂。正如约翰·马龙（John Malone）所言，如果你的长期增长率超过资本成本，那么你的现值就是无限大的。但这仅适用于那些真正特殊的公司，遗憾的是，这类公司少之又少，而且必然不像市场在繁荣时期暗示的那样普遍存在。值得注意的是，当市场处于极端乐观的情形时，正如我们在漂亮五十和科技股泡沫时期所见，（一）所波及之处的每家公司都被视为长期优胜企业，（二）如果在极度乐观和极高增长估值之时买入，即使是最伟大的公司，其股票至多也只能产生中等水平的收益，和（三）在大多数泡沫之后的市场崩溃中，无论是优质或劣质的公司都会面临巨大的短暂回撤，因此需要投资者进行深入的分析以区分优劣，同时需要具备很高的信念和坚持不懈的意志。

这里我想再明确一下，今天我并不打算对成长股的估值作出什么评价。我听到过各种各样的观点，而且尽管我有自己的看法，但这不是本备忘录的主题。为了更加了解新的世界，市场评论员（包括我自己在内）都应当放下成见，去理解目前占据市场重大份额的少数公司的基本财服务“Cash App”就是两个显而易见的例子）。这让卓越的管理体系、工程人才及对客户的战略定位等无形资产有了

真正的价值。

但到目前为止,本备忘录的最重要目的是,探讨一种我认为在未来几十年中,无论未来几年市场走势如何,将被证明最有利于价值投资者取得成功的思维方式。值得注意的是:(一)对于今天的许多公司而言,潜在的最终可能性区间很大;和(二)对于许多公司的终极价值而言,存在一些对估值影响颇大的考虑因素,而目前在量化指标中仍无法体现的,其中包括卓越的技术、竞争优势、潜在的盈利能力、不同于资本设备的人力资本价值以及未来增长机会的潜在期权价值。换言之,确定今天公司的市场价格是否适当需要深刻的微观理解,实际上,几乎不可能从 30,000 英尺的高度对快速增长的公司进行估值,或通过传统价值参数套用于肤浅的预测来发表看法。目前的一些高估值企业的估值可以由未来前景充分支撑,而另一些则可能让人贻笑大方——正如某些估值较低的公司可能即将面临灭亡,而另一些则只是暂时受损。总而言之,关键是要了解当今的市场价格与公司广泛定义的内在价值(包括其前景)之间的关系。

问题的核心

设想有这样两家公司。甲公司是一家备受尊敬的长期竞争对手,出售消费受众广泛、但相对平淡无奇的产品。该公司拥有长达数十年的业绩记录,具有温和但稳定的销售增长和稳健的利润率。他们使用位于自有场所的重型机械制造产品。其股票拥有适中的市盈率。

而乙公司则成立于几年前,其目标是颠覆传统行业。尽管销售绝对值不高且盈利能力有限,但公司短期的销售增长业绩令人印象深刻。乙公司计划在未来几年内加快销售增长并建立市场份额,超越其更传统的竞争对手,然后通过逐步减少研发和客户获取方面的支出、提高价格并扩大固定成本结构部分,最终提高其利润率。其产品处于不断发展和创新当中,而且公司的成长不依靠工厂生产,而是从事编程工作的工程师的构思。公司没有现期收益,但出于其潜力,估值市销率很高。

价值投资者可能会认为,凭借甲公司久经考验的产品、稳定的收入、良好的利润率和有价值的生产设施,可以轻松地对该公司进行预测和估值。这一过程只需要几个简单的假设:成功的方面将保持不变;下一年的销售额将等于今年的销售额加上适度的增长;并且利润率将维持在多年以来的水平。从直觉上看,相较于快速而持久的增长,在过去的基础上继续前进的可预测性和可靠性更高,因此,与创新者相比,中坚的工业企业更能够被精确地估值。

另一方面，乙公司正处于发展的早期阶段，其利润率远未达到最大化，并且其最重要的资产（即人力）每天晚上都会回家，而不是停留在资产负债表上。对此类公司进行估值需要猜测其产品最终成功与否；开发新产品的能力；竞争对手和目标行业的回应；增长路径；并且一旦确定并聚焦在其增长路径上，这家公司将能够在多大程度上提高盈利能力。乙公司本质上似乎更偏概念性，并更多地取决于远期的发展，而这些发展具有很大的不确定性，因此乙公司的估值很大机会上需要对未来其销售和盈利结果做出更广泛范围的预测，而非基于可靠的百分点进行估算。此外，评估其价值还需要了解技术上比较复杂的领域。基于所有这些原因，价值投资者可能会认为乙公司难以估值，具有“投机性”，因此根据传统标准，这属于不可投资的公司。

当然就乙公司而言，无论好坏，它的潜在结果范围似乎都比甲公司大，因此乙公司的可预测性似乎较低。但甲公司的历史业绩表现出的稳定性最终可能被证实会转瞬即逝。并且即使不能完全预测乙公司的未来，但英国哲学家和逻辑学家卡夫斯·雷德（Carveth Read）提醒我们，我们宁愿大概正确，也不要完全错误。进行精确预测的能力并不一定会使某项投资变得更好，甚至更安全。

- 首先，对传统甲公司的未来预测看似简单实则不易——例如，在其产品被科技颠覆或被淘汰的风险方面，存在很大的不确定性。另一方面，虽然乙公司刚刚起步，但其产品在市场上的优势和受关注程度很有可能会令其取得成功。
- 其次，如前文所述，如果金融专业的学生用一部手提电脑就可以轻松得出有关甲公司潜力的结论，那么这些结论又有多大的价值呢？就做出正确的预测而言，对公司的定性因素发展动态和未来潜力的深入了解，难道不是比所有人都可随时取得的数据更有优势吗？

价值投资被认为是试图对可能相对平庸的公司的定价较低的证券进行准确的估值，并在价格较低时买入。成长投资被视为，基于公司良好的发展前景预估买入，并为它们的潜力支付高昂的估值。价值投资不应该被定义为这种人为二分法的其中一面，而应该意指在考虑所有因素的情况下，买入代表更好价值主张的公司。

对优胜投资的理解

我记得去年有几次，我一直执着于询问安德鲁，为何不出售部分涨幅很高的投资持仓并让部分收益“落袋为安”。结果并不是很理想；如下文所述，他明确指出了我的错误。

- 价值投资大部分基于“均值回归”的假设，换言之，“上涨之后就会下跌”（下跌之后就会上涨）；
- 价值投资者通常会在下跌的证券中寻找价格低于价值的投资机会；
- 他们的目标当然是购买价格偏低的资产并捕获折价部分；
- 但从定义上讲，这些股票的潜在收益很大程度上受限于折扣额度；
- 一旦这些估值差距不断缩小，并且已经到了无利可图（橙子已经无法用来榨汁）的状况，他们就必须出售并继续寻找下一个目标。

在格雷厄姆时代，可以找到供应充足的“雪茄屁股”，进行精确估值，放心地以非常便宜的价格买入，然后在价格上涨到与价值一致时就出售。但安德鲁认为，对于当今真正的世界级公司，由于其拥有巨大但无法量化的长期潜力，因此这种方法行不通。相反，如果投资者对一家公司进行研究，对它有了深刻的了解并得出结论，认为该公司拥有巨大的增长和盈利潜力，那么他可能会意识到无法准确地量化该潜力，也无法确切地知道何时会实现该潜力。他还可能意识到，最终潜力是一个不断变化的目标，因为公司的实力可能使其能够开发其他增长路径。

因此，他可能不得不接受，正确的方法是：

1. 希望自己尽可能识别正确的方向和进行适当的量化分析；
2. 买入；
3. 只要证据表明其分析是正确且趋势是上行的——换言之，还有利可图（橙子仍可用来榨汁），就一直持有。

我在 2015 年的备忘录《流动性》中介绍了安德鲁关于上述第（三）点的一些观察结果：

当你发现一项投资有着长时间取得复合回报的潜力时，其中最难做到的一件事情是坚守，在预期回报率和风险合理的范围内，耐心持仓。投资者很容易因为各种消息、情感、目前为止已经收益颇丰的事实、或是由于想起了一个更新鲜、似乎很有前景的点子而选择将股票出售。当你看着 20 年持续向右侧上涨的图表，想想这位持有者每次是怎样说服自己不要抛售的。

在过去的五年中，安德鲁一直没有改变这种看法。他坚持认为，就当今的增长型公司而言，“廉价购买、设定目标价格、在价格上涨时出售并在达到目标时完全退出”的方法是完全错误的。冷静分析历史后，你会清楚地意识到，出售一

家具有持久竞争优势且快速发展的公司以获利通常是一个错误的决定。考虑到目前领先公司的特性，如今这样做可能会错得更离谱。相反，正如他所说，你必须说服自己不要卖出。

我认为卖出优胜投资的主要原因有四个：

1. 投资者得出结论，认为该投资已实现了其能提供的一切价值；
2. 投资者认为，其升幅已经到达一定水平，即预期回报仅具有适度吸引力；
3. 投资者意识到自己的投资理论有误或某些情况已变得更糟；
4. 投资者担心迄今为止的收益可能被证明并不合理，并因此会消失，特别是投资者担心自己会因为如果没有及时获利了结而后悔。但因害怕犯错而出售有价值之物是非常不可取的。

这是安德鲁目前所说的：

重要的是要了解复利的重要性，以及可提供长期复利的投资机会的稀有性和特殊性。这与“上涨了就卖出”的想法是对立的，但我认为这对于长期投资的成功至关重要。正如查理·芒格所说，“复利的首要规则是永远不要多此一举地打断它。”

换言之，如果你拥有一台具有数十年潜力的复利机器，那么你基本上就不应该考虑出售它（除非你的投资理论变得不太可能实现）。在投资的职业生涯中，以高利率实现复利是非常困难的，而在我看来，要找到能够翻倍的公司，然后再转移至另一个可以翻倍增长的公司，并且一直持续成功，几乎是不可能的。它要求你对大量投资机会拥有长期深入的了解，并做出正确的判断。还要求你每次都能很好地执行买卖决策。当你将成功实现大量具有挑战性任务的概率相乘时，正确完成所有任务的可能性就会非常低。深入了解少数潜在的大赢家，认识到此种了解和大赢家是多么罕见，并且不因过早出售而错过其增长的潜力，这种做法更可行。

在编写本备忘录时，我看到了圣菲研究所（Santa Fe Institute）的一篇非常有用的文章：

在投资和经商方面，我们头脑中的思维模式有助于我们回答以下问题：“未来将如何发展？”……（但）将“均值回归”的思维模式应用于“非常规”的商业模式将导致错误的结论。

最后一句话最让我引起共鸣。它给我的启发是，我的背景使我偏向于“均值回归”，因此有时会导致我无法充分捕获“非常规商业模式”的潜力。这种偏见使我得出的结论是，投资者应该在投资上涨时“逐步退出持仓”，并“部分获利”。我甚至在这方面有个固定说法：“如果你卖出一半，就不会全错。”但我现在看到，这种高声疾呼的话语可能会导致过早出售，而出售具有巨大潜力的持仓可能会酿成改变一生的错误。值得注意的是，根据查理·芒格所说，他是从对三到四个出众的优胜企业的投资中赚到了几乎全部的钱。如果他过早缩小持仓规模，结果会怎样？

幸运的是，(一)橡树的业务由获得估值差异主导；(二)出于资产类别性质，在我们所处的资产领域中，因过早出售潜在的超级大赢家而犯错的机会相对较少；(三)橡树的去中心化结构使我们的投资总监免受我极其审慎的态度影响；和(四)我的同事在持续持有优胜投资方面可能做得比我更好。如果我没有这些局限性，我们可能会做更多的事情。也许我可能还是股票投资者，甚至可能成为风险投资家并成为亚马逊的种子投资者。但我不能抱怨——一切已再好不过了。

行动中的价值心态

早在 2017 年，我在我的备忘录《历史再度重演》中介绍了有关加密货币的内容，我曾对加密货币表示高度的怀疑。我和安德鲁已就此观点进行了很多次讨论，他对比特币和其他几种类似货币持肯定态度，并庆幸为我们的家庭持有了一笔规模可观的加密货币。尽管该故事还远未完结，但我至少可以说我的怀疑观点迄今尚未得到证实。这引出了安德鲁关于价值投资者思维模式的重要观点以及成为当今世界的成功投资者所需条件。

如前文所述，价值投资者的自然状态是保持怀疑。当我们听到“这次不一样”时，我们的默认反应是非常怀疑，我们会提及曾经给市场留下巨大“创伤”的那段投机狂热和金融创新的历史。正是这种怀疑降低了价值投资者赔钱的可能性。

但在当今不断快速创新的世界中，这种思维方式应该与强烈的好奇心、对新思想的开放性以及在形成观点之前保持学习的意愿相结合。通常创新的本质是，起初只有极少数人相信与根深蒂固的现状相比看似荒唐的东西。当创新发挥作用时，到后来，最初看起来疯狂的事情才逐渐成为共识。如果不真正了解正在发生的事情，并试图完全理解积极正面的事物，就不可能在充分了解的基础上形成明智的观点，并避免我们中的许多人对所创新表现出的不屑一顾。

对于加密货币，基于我在金融创新和投机性市场行为的认知习惯，以及我的自然保守主义，我很可能会对它保持怀疑态度。我的这些特性多次让橡树和我远离麻烦，但也可能无法帮助我充分了解创新。因此，在安德鲁的帮助下，我得出的结论是，我还没有足够的了解来形成对加密货币的坚定看法。本着开放的精神，我将会努力学习。在此之前，虽然我觉得他会拒绝，我还是会将要求他来对完成对于该主题评论的邀请。

回到最初的问题

在备忘录的结尾，我将回到开头提到的问题：近期价值阵营投资表现不佳是暂时现象吗？价值股还会有重沐阳光的一天吗？

首先，我认为科技领先公司的股票显然得益于其作为企业的优势地位、近期卓越的业绩、巨大的市值以及基金业务的战略考量所创造出的良性循环。这类公司的卓越表现和价格动能，使它们成为许多 ETF 基金的重要基石资产，而企业庞大的市值规模也使其成为这些 ETF 基金最大的持仓。同时，标普 500 等股票指数也由这些公司所主导。这两点意味着，只要资金不成比例地涌入 ETF 和指数基金，且上述四个因素不变，领先的科技股将继续吸引超过他们本应拥有比例的资本，并且很可能跑赢指数和 ETF 中占比较小的股票。

然而，这种趋势也许某天会戛然而止。如果这类公司实现了投资者对其快速成长的预期，它们的股价将能够持续表现优异。由于这些公司的升值速度持续超过整个股市，当某个时刻，这种卓越的增速完全反映在该公司股价中，这时股价的表现就会黯然失色：“只能”与盈利同步增长甚至更慢。此时其他股票可能会受到青睐，并且可能跑赢大盘。但重要的是，短期内看不到这种情况发生的理由。

如今的乐观情绪与过去有许多相似之处。人们对投资高增长股票有着极大的热情，这推动了股票的持续快速升值。货币政策非常宽松，这在任何牛市中都是火上浇油。市场出现了一些极端的行为，软件企业 30-40 倍的销售倍数并不罕见，高定价 IPO 在首个交易日就翻了一番。但这当中也存在真正的差异。很少有企业能像科技领先公司那样占据主导地位，他们拥有的增长跑道、利润率和资本效率令他们日新月异。如此快速、没有阻力地扩大规模的企业前所未见。而新冠肺炎疫情期间科技技术应用的推动获得了我们前所未见的催化剂。通过 IPO 和 SPAC（特殊目的收购公司），我们迎来了一批新的公司上市热潮，扭转了上市公司数量不断萎缩的长期趋势。我们从未有过如今这么低的利率，而且很可能会持续保持历史低位。互联网已经渗透并改变了世界，商业模式的演变使如今的情

况无法与“漂亮五十”或上世纪九十年代末的网络泡沫相提并论（例如，1998 年全球仅有 1.5 亿互联网用户；如今，仅印尼的网民就超过这个数字）。

我相信，大多数类型的投资都可能会经历跑赢大市和跑输大市的时期。我们有理由（也有大量反对意见）相信，随着货币政策的趋势转变（如果真的发生的话），利率上升将极大地损害成长股，正如它们曾经在宽松时期获得巨大的收益一般。更值得注意的是，长期以来，当某个投资成功时，人们会随波逐流，纷纷追逐收益，将其估值抬高到预期回报微不足道的水平，从而使曾经不受欢迎的投资成为新的优质投资标的。但是，如前所述，对历史估值的广泛观察并不足以成为当今市场观点的充分基础。此外我还认为，正如前面所概述的，某些类型的价值投资机会已经基本消失，除非市场恐慌导致出现错位，否则不大可能带来过去那样的回报水平。

简而言之，有人认为价值投资会复兴，但也有人认为价值投资会永久性地退场。但是，我认为这场辩论导致了一种错误和无益的叙述。如今，价值投资者应该保持开放的心态，愿意深入了解事物，知道在我们生活的世界里，公司本身的故事很可能远比彭博终端中所展示的更多。在价值远超过较低价格的证券中寻找价值，应该只是工具箱中众多重要工具中的一种，而不仅仅是锤子找钉子这种简单的关系。

对价值投资者来说，仅仅因为（一）涉及到被广泛认为拥有异常光明前景的高科技公司，（二）这些公司的未来很遥远，很难量化，以及（三）这些公司的潜力导致它们的证券相对于历史平均水平被赋予较高的估值等因素而停止投资，并不合理。最终的目标应该是弄清楚所有这些的价值，然后在它们价格十分便宜的时候购买。

最后，我要总结一下我所认为的关键结论：

1. 价值投资并不一定是关于低估值指标。价值可以有多种形式。一家公司发展迅速，依靠技术等无形资产取得成功，或者市盈率很高，并不意味着它不能以内在价值为基础进行投资。
2. 许多潜在价值的来源不能被简化成一个数字。正如阿尔伯特·爱因斯坦所说，“并非所有重要的东西都计算得清楚，也并非所有计算得清楚的东西都重要。”无法精准预测的事情并不意味着它不真实。
3. 由于关于现在的定量信息很容易获得，在高度竞争的投资领域取得成功，更有可能是对定性因素和未来事件的卓越判断的结果。
4. 预期一家公司将快速增长，这并不意味着它不可预测，另一家公司有稳定增长的历史也并不意味着它不会陷入麻烦。

5. 估值较高的证券并不意味着它被高估，估值较低的证券也不意味着它是便宜货。
6. 并非所有预期会快速增长的公司最终都能实现快速增长。但对于能够实现快速增长的公司，也很难完全了解其升值潜力和并充分估值。
7. 如果你能发现一家仿佛“拥有印钞权”的公司，不要仅仅因为它出现了一些升值趋势就开始抛售它的股票。在你的一生中能找到这样的优质股的机会不会太多，你应该从你已有发现中实现收益最大化。

我曾经问过一位著名的价值投资者，他怎么能持续持有像亚马逊这样快速增长的公司的股票——不是现在，现在这些公司是公认的赢家，而是在 20 年前。他的回答很简单：“对我来说它们看起来很有价值。”我想答案是“价值在于你发现价值的地方。”

在疫情持续的十个月里，我与安德鲁的谈话是一次“发现之旅”，并最终形成了这份备忘录。我认为我们在价值投资和成长投资的问题上达成了一些重要的共识，在这个过程中，我对自己有了很多的了解。

我并不是说我在这里写的任何东西都适用于所有价值或成长阵营的投资者。这里有很多概括的内容，而我们知道概括有多不完美。我也不坚持这是正确的。这只是我目前的想法。我不仅不认为我的说法是唯一可能的答案，而且我希望它会随着世界的变化进一步发展，而我则将继续学习。希望这份备忘录能让你觉得有趣而有用，并祝你 2021 年一切顺利。

写于 2021 年 1 月 11 日

2021/03/04 回首 2020

用英国小说家查尔斯·狄更斯在《双城记》中的开场白来总结 2020 年可谓再恰当不过：

这是最好的时代，也是最坏的时代.....

这是光明的季节，这是黑暗的季节；

这是希望之春，这是绝望之冬。

在这动荡不安的一年里所发生的一系列令人瞠目结舌的极端情况令我们沉思：

- 新型冠状病毒引发了一个多世纪以来全球最严重的疫情。
- 美国有超过 34 万人死于新冠病毒，相当于第二次世界大战四年累计死亡人数的 85%。
- 第二季度，美国实际 GDP 出现 74 年来最差的季度下跌，年化跌幅达 32.9%。
- 不过，第三季度的年化涨幅却达到历史最高水平：33.4%。3 月份，首次申请失业救济金人数在一周内从 25.1 万人猛增至近 300 万人，两周后达到 620 万人，并在其后一直保持在疫情前最高纪录水平之上，即持续超过每周 69.5 万人。
- 通过购买债券，美联储将其资产组合扩张 2.7 万亿美元、或 55%增长，而美国财政部则提供了约 4 万亿美元的救助金和贷款。
- 标普 500 指数在 2 月 19 日触及 3,386 点的史上最高纪录后，在其后短短 32 天内大跌 33.9% 至 3 月 23 日的 2,237 点。
- 但从该低点后，指数在其后不足五个月的时间反弹 51.5%，于 8 月 18 日重回到此前高位。在 2020 年结束时，该指数从年内低位已上涨 67.9%，全年整体上涨 18.4%。
- 与以往许多危机期间信贷紧缩的情况不同，此次资金如涌泉般源源不断。年内高收益债券新发行规模为 4,500 亿美元，较 2019 年增长 57%，远高于 2013 年的历史最高记录。投资级债券新发行总量达 1.9 万亿美元，较 2019 年增长约 58%，同样超过 2017 年的历史最高记录。
- 随着美联储将其联邦基金利率目标降至 0 至 0.25% 区间，债券收益率下跌，债券价格应声上涨。2020 年底，A 级债券平均收益率仅为

1.52%，而高收益债券（能源板块除外）的平均收益率未及 4%。

综上，我们一方面经历了紧急的卫生危机、低迷的经济情况，另一方面又经历了有史以来最慷慨的资本市场以及表现强劲的股票和债券市场。疫情和衰退对比强劲的资本与股票市场，这种异乎寻常的关系均可以通过美联储和美国财政部的激进措施得到解释。

正如上述一系列事件所示，2020 年的买入机会非常短暂，对于公开市场证券和可运用资本市场的公司尤为如此。大量高收益债务受到违约影响，但违约率远未达到原始预期的高位，并很快开始回落。市场中的恐慌抛售极为短暂——基本上仅限于 3 月——我们也并未见到在以往危机中随着伴随着补充保证金通知、崩盘和被迫抛售所出现的全面恐慌。在短短几个月内：

- 投资者对经济必将复苏的信心逐步增强；
- 对新冠病毒疫苗的前景感到乐观；
- 近乎于零的联邦基金利率导致整个资本市场层面预期回报率下降；
- 风险容忍度回升，投资者对错失机会的恐慌情绪超过对亏损的担忧；
- 资产价格上涨，市场反弹；以及
- 对我们来说难得的购买机会过早结束。

去年新冠病毒疫情极端而快速的发展态势——特别是其起源于一个不可预见的外生事件——给投资者带来了巨大挑战。若想获得最大收益，投资者必须在 2 月下旬做好迎接市场下跌巨震的准备，并在其后一个月转入牛市布局。显然，很少有投资者能够同时做到这两点。

由于市场可能正处于关键时刻，而且近来有关其走势的争论非常之多，我将花较多的篇幅来讨论未来战术规划。因此，您最终可能会觉得本备忘录的标题应该是《展望 2021》，而不是《回顾 2020》。

投资者通常会认为有两种截然不同的宏观环境：前景明朗的时期和前景不明的时期。但在现实中，这两个时期其实高度相似，因为人们对未来的认知常被证明是虚幻的。大多数宏观预测均为对目前水平和近期趋势进行小幅修正后的推断。虽然“不变”的预测通常是正确的——因为延续性是普遍规律，但对取得投资利润的贡献却很少。只有对趋势出现重大偏离的预测才能产生高额利润。但要达到此目的，它们还必须是正确的，遗憾的是，它们很少正确。这正是实现盈利的宏观预测（以及成功的预测家）少之又少的原因所在。这种对预测的负面看法是贯穿橡树文化的一个主要主题，也是我们不以宏观预测为基础进行投资的原因。

大多数投资者认为 2020 年年初是一个前景明朗时期：经济和股市均曾被预期继续上涨。尽管人人都知道上涨不会永远持续，但似乎没有任何可见事物会让它们停下来。然后，我们就迎来了最强烈的外部冲击——新型冠状病毒，再次证明我们永远不知道未来将会发生什么（但即使我们无法预测，我们也应该对此做好准备——这一点稍后再作更多论述）。与之相反，如今的环境似乎缺乏清晰度。专家们对美国市场前景发表了截然不同的观点，其中看涨和看跌的观点都有强有力的论据。

最重要的是，从积极的一面来看，我们似乎很可能在一段时间内保持稳健的经济发展，同时美联储已经表态，未来多年宽松货币政策计划将保持不变。经济继续重启并从疫情中恢复，随着疫苗的加速普及，此进程应会进一步加快。拜登政府希望提供前所未有的财政支持和刺激措施，同时民主党应当会对国会参众两院拥有足够的控制权以将该计划付诸行动。

远高于平均水平的消费支出潜力情况令我格外留意。想想你在过去 12 个月中没有为之花钱的事情，例如度假、外出就餐、音乐会和演出、特殊场合的服装，而且数百万美国人都也在经历相同的情况。现在，请考虑一下去年收入高于前年的家庭——首先从那些并未遭受失业却受到援助支票的家庭开始。这导致实际个人收入以 20 年来最快的速度增长。据哈佛经济学家杰森·福尔曼（Jason Furman）估计，自疫情开始以来，高于趋势的收入和低于趋势的支出结合作用，共同创造出约 1.8 万亿美元的可支配个人收入。最后，附以去年数万亿美金的股市涨幅和楼市的持续升值，将会产生非常积极的财富效应。

这种额外的可支配收入、加上长期隔离的结束和被抑制的需求得到释放，有可能大幅推高短期经济增长。许多经济学家预期，今年美国 GDP 将以大幅高于平均水平的速度增长，而且由于年初的增长可能相对较缓慢，今年下半年将出现大幅增长。以其中一个数据来源为例，摩根士丹利预计，2021 年第四季度年化 GDP 增长率将比 2020 年第四季度高 7.6%。虽然封锁导致的衰退令人痛苦，但是在不久的将来，这将为非常积极的同比增长奠定基础。

美联储承诺将于未来数年维持低利率并继续购买债券，促进经济强劲发展。美联储将尽一切努力维持宽松的货币政策，以支持经济增长和创造就业机会。其去年的行为已明确表明，他们拥有多种强有力的工具，至少在短期内是如此。

值得考虑的一个相关积极因素是，市场顶部通常出现在持续数年的经济周期上升阶段后，且容易受到衰退冲击。但这一次，我们在可能长期持续的经济复苏初期就已经拥有了强劲的市场表现。复苏初期就已经迎来资产价格的饱和，成为

一个风险来源。但另一方面，经济在未来数年潜在出现的增长则令人鼓舞。

最后，利好因素方面，我认为美国的政治不确定性有所下降，杜绝了潜在极端尾部事件的发生。我认为，考虑到美国“中间偏左派”总统上台以及民主党在参众两院的略高于半数的席位优势，激进的立法不大可能得以推行。

关于经济和抗击疫情这两件最重要的事，与乐观态度相对的是，仍存在许多问题。短期风险是一季度 GDP 数据可能并不理想。最近一轮疫情发展情况严峻，将美国的日增病例数量推升至新高，或已减缓当前的经济活动。截止日前，经济数据喜忧参半。但每个人都知道这一点，在过去 11 个月里，投资者一直愿意“在困难时期满怀希望”，这种情况在当前经济即将开始强劲增长的情况下更不大可能停止。

最大的风险是利率有可能上升。过去 40 年，利率一直在稳步下降。这对投资者来说是一个巨大的利好因素，因为在利率下降的环境下，投资人降低了所需的资产回报率要求，从而推动资产价格上涨。利率下降与资产估值上升之间的联系，是股票市盈率高于平均水平和债券收益率处于有史以来最低水平（即债券价格处于最高水平）的原因之一。

但利率下降的趋势已经结束（如果我们能够相信美联储的相关保证，即不会将名义利率带入负值区间）。因此，利率可以从目前的水平上调——这意味着所有资产都需要提供更高的回报率，从而导致资产价格下降——却无法再下降。这形成了一个不利的不对称关系。

因此，目前的利率水平可以解释当前高资产价格的合理性，但如果利率上升，将显然成为导致资产价格波动的根源。（请注意，目前 10 年期国债收益率已从 2020 年 8 月的低位 0.52% 和最近 7 周的 0.93% 升至 1.40%。）

美联储表示利率在未来几年将处于低位，但他们是否有能力将利率保持在低位？美联储能否永远人为地维持低利率？限制更长期债券的收益率？通胀会怎样？如果通胀达到 3%，10 年期国债能否仍保持 1.40% 的收益率？人们会以负实际收益率买入国债吗？或者价格会下跌，从而产生更高的收益率吗？通胀可能来自何处？以美元计价的商品价格可能不会上涨，但美元的地位下降（或流通中的美元数量增加）可能导致其相对于商品的价格贬值：殊途同归。

2 月 7 日，美国财政部部长耶伦在电视上就拟推行的新冠疫情救济方案所带来的通货膨胀风险问题作出答复，就向受影响的美国人提供救济的重要性进行了长时间的论述。很少有人会对重要性这一前提提出异议。她还明确表示，她认

为救济多多益善，总比太少好。也是真的。但这并不意味着：（一）救助越多越好，或者（二）没有附带的风险。两党均有专家质疑正在讨论的 1.9 万亿美元的一揽子救助方案是否太多和/或是否被错配。进步派经济学家拉里·萨默斯（Larry Summers）于 2 月 4 日在《华盛顿邮报》上就此写道：

.....我们将 2009 年的刺激措施与目前提议的方案进行比较，会带来一些启示。2009 年，实际产出和估计潜在产出之间的差距约为每月 800 亿美元，而且还在增加。当年的刺激措施给 2009 年每月带来 300 亿至 400 亿美元的产出增量——相当于产出缺口的一半左右。

相比之下，最近国会预算办公室的估计表明，通过已经颁布的 9,000 亿美元刺激方案（不包含任何新的刺激方案），实际产出与潜在产出之间的差距将从年初的每月约 500 亿美元下降到年底的每月 200 亿美元。即使在考虑采取任何后续措施之前，拟议的刺激措施每月都将达到 1,500 亿美元。这至少是产出缺口的三倍。

换言之，虽然奥巴马时期的经济刺激措施规模大约是产出缺口的一半，但拜登时期拟议的经济刺激措施规模是预计缺口的三倍。但相对于目前正被解决的缺口规模，则为六倍之多。

另一种评估财政刺激措施规模的方法是研究家庭收入损失，并将其与福利增加和税收抵扣进行比较。工资和薪金收入目前比新冠疫情爆发前的预测低约 300 亿美元，这一差距在 2021 年可能将会缩小。但 2021 年拟议的刺激措施加上更高的福利支付和税收抵扣，总额将达到约 1,500 亿美元——比率为 5 比 1。而由于刺激措施的目标群体不同，低收入的个人及家庭的比率可能更大。

虽然存在巨大的不确定性，但宏观经济刺激措施的规模接近第二次世界大战的水平，而不是正常的经济衰退水平，这有可能会引发我们这代人从未见过的通货膨胀压力，并对美元的价值和金融稳定性造成影响。

通常人们会预期大量额外流动性将导致通货膨胀加速，但美联储却不认同。当然，尽管各国央行可能希望看到通货膨胀上升（因为通货膨胀上升将降低偿债成本），但他们必须打击这种言论，以免加剧通货膨胀预期。另一方面，自 2008 年以来，我们一直面临巨额的赤字和宽松的货币政策，但却没有出现严重的通货膨胀。我们的失业率已达到 50 年来的最低水平，却并未出现菲利普斯曲线所预测的通货膨胀。日本和欧洲多年来一直试图实现 2%的通货膨胀目标，却并未取得成功。通货膨胀是否会在短期内成为一个威胁？答案显然是：谁也不知道。

除了这些重大风险外，还有其他一些风险（虽然概率较小，后果严重性较低或没那么紧迫）也应考虑在内：

- 人们对经济保持乐观态度是基于对疫苗有效、顺利接种且长期内保持有效、以及对新变种病毒有效的积极假设。我自己的猜测是，美国将在第三季度实现群体免疫，此后的生活将回到疫情前的正常水平。而市场对疫苗接种速度或有效性的失望，可能会拖延经济增长的重启并使其复杂化。
- 美联储和美国财政部的行动可能导致投资者在当今低回报的世界中积极追求高回报，由避险转为冒险态度。过去的种种迹象表明，投资者对股市和债市的过度乐观和自满的情况已重现：
 1. 投机性证券和深受网民影响的股票（又称 meme 股）表现强劲；
 2. 大量散户购买股票、利用期权购入和通过保证金买入；
 3. 债券交易竞价偏高，债券收益率较低，而债券契约保护较弱；
 4. 巴菲特指标（即股票总市值与 GDP 的比率）远高于其之前的高位；
 5. 及包括零利润公司的大量首次公开招股发行成功，以及出现发行首日股价上涨几十或数百个百分点的情况。
- 由于许多投资者在过去 20 年中认为传统股票和债券不能实现他们想要或需要的回报，资本涌入另类资产领域，这也使该领域的投资者面临更复杂的投资环境。
- 失业率可能不会很快下降到疫情之前的水平，经济的长期增长可能仍然不会很理想。
- 中美关系可能会持续艰难前行，且不时突发紧张局面，而全球化及其对全球整体经济带来的利益可能较过去更弱。
- 美国的社会和政治分歧不可能很快被消除，而且解决机会和待遇不平等的问题并非易事。

以上列表并未纳入两个看似理论化、且超远期才应出现的担忧，但我认为这两点可能非常关键：

- 美联储是否真的有实力在 2020 年和未来几年内将其资产负债表增加数万亿美元，并将美国的年度赤字保持在数万亿美元的水平，还不会产生像美元贬值这样的负面后果？如果美元表现不佳，它是否仍能保持其全球储备货币的地位，并且保持美国可无限量借贷以弥补赤字的能力？如果最后一个问题的答案被证明是“否”，会发生什么情况？
- 我们如何为那些因科技和自动化而被解雇、缺乏参与信息经济所需技能的人找到工作？那些被排除在新经济体系之外的地区将会发生什么？

最后，对于我们是否处于泡沫之中的担忧大多与估值水平有关。例如就标普 500 指数而言，目前 2021 年预测市盈率约为 22 倍（取决于使用哪种盈利预估值）。与 15-16 倍的历史平均值相比，似乎估值过高。但基于当前估值与历史平均水平之间关系的下意识判断过于简单，太过武断。在判断目前标普 500 指数的估值之前，必须考虑：（一）利率的背景；（二）该指数的成分股已转变为估值较高的快速增长型科技股；（三）该指数各个成分股的估值，包括科技公司；以及（四）经济前景。考虑了这些因素之后，我认为目前的大部分资产的估值还没有高到那么疯狂的水平。当然，投机性股票的大幅调整可能会对目前看涨的投资者心理产生负面影响。

特别是关于上文第一条，我们可以看一下，目前标普 500 指数的盈利率（4.5%）与 10 年期国库券收益率（1.4%）之间的关系。310 基点的隐含“股票风险溢价”与过去 20 年 300 基点的平均值非常一致。我们也可以从短期利率的角度分析估值。标普 500 指数目前的市盈率为 22 倍，略低于 2000 年 3 月的 24 倍水平（科技泡沫的高位），而目前联邦基金利率约为零，相对于彼时的 6.5%。因此，在 2000 年，标普 500 指数的盈利率为 4.2%，比当期联邦基金利率低 230 个基点，而目前的盈利率则比联邦基金利率高 450 个基点。换言之，目前标普 500 指数相对于短期利率要比 21 年前便宜得多。

信用市场的情况也类似。例如，尽管高收益债券与国债的收益率息差低于历史区间，但利差仍然足以抵销可能出现的信贷亏损。因此，与目前大多数其他资产一样，高收益债券的绝对价格较高，相对价格较为公平，并且高度依赖利率维持于低位。

那么这会对我们产生什么影响？从许多方面来看，我们回到了 2020 年之前的几年面临的投资环境：一个充满不确定因素的世界，预期回报率达到历史最低水平，资产价格至少处于较高水平，而且人们会采取积极承担风险的行为以寻求更好的回报。这意味着我们应该重新回归橡树在疫情前的投资信条：谨慎前行。但在一两年前，我们正处于一个已长达十年的经济复苏阶段——历史上最长的一次。相反，现在看来，我们正处于一个可能长达数年的经济上行周期的开始阶段。

在我的职业生涯中，我曾有几次“寻顶”（或“寻底”）的逻辑令人信服，且成功的概率也很高。但这次并不是其中之一。基于对估值、联邦政府支出、通胀和利率的担忧，人们越来越多地提到市场可能存在泡沫，但是，我认为目前存在太多积极因素，因此无法直接得出明确的答案。

为了得出结论，我将简要回顾一下两方的利弊和论点：

- 尽管美联储主席鲍威尔警告说，复苏仍然“不均衡，也远未完成”，且新增就业机会不足，但经济前景乐观。
- 因此，他表示美联储将在未来数年维持低利率。但随着财政和货币政策保持极度宽松，利率已上升，且容易受到通货膨胀上升的影响。
- 尽管经济复苏的持续时间、赤字和低失业率方面已创下纪录，但 2010 年代的通胀仍然较低。但能否保持通胀水平不变充满了不确定因素。
- 市场情绪升温，出现亢奋和高风险行为的迹象。
- 由于证券价格领先于经济增长，因此估值相对历史水平较高。支持高估值的理由是目前的低利率，但其基于持续的低利率。
- 风险补偿欠佳，从受市场青睐的公司的估值溢价和处于历史低位的信用利差中可见一斑。
- 华盛顿内一党执政的局面，尤其是民主党内较激进成员的反资本主义政策，构成了一定的政策风险。我希望，民主党内温和派多数席位的微小优势会降低激进立法的可能性。
- 至于外源性风险，拜登总统将寻求更大的和谐，但与中国和伊朗的紧张关系，以及美国国内的种族和社会分裂将继续给前景蒙上阴影。

基于两方面的论点，我认为大多数资产的价格目前处于灰色地带—当然不低，大部分处于偏高位置，但也不会太高到不合理的水平。

结论是：在当前环境下，投资者是否应该保持常规的风险持仓，或是更具防守性或进攻性？虽然大多数资产类别的经风险调整后收益相互间似乎处于大致均衡的状态，但所有资产的绝对回报都处于超低水平，与目前同样处于低位的利率相称。总而言之，我认为应该保持自身正常的立场，也许适度偏向防守。由于在风险曲线上向远端走阔的回报（例如利差）并不高，因此很难认为目前是积极追求高回报的时候。此外，较为确定的一点是，利率将很快大幅上升，因此目前投资者应更为谨慎。

由于主要的风险在于通胀上升的可能性和由此而来的利率上调，我认为投资组合必须考虑客观情况：即使我们无法预测，我们也应该作好准备。这种可能性意味着：一、到期日超过十年的债券显然是减持对象；二、应考虑增持从通货膨胀中受益的类别，包括浮息债券、能够实现租金上涨的房地产，以及有能力转嫁价格上涨和/或具有盈利快速增长潜力的公司的股票。

在此环境下，要想获得可观的回报，可供投资的选择很少。投资者已将资金投入主流的公开“贝塔”市场。这导致预期回报率已经下降（完全反映了利率的下降），且市场已变得相当高效。在大多数情况下，价格已与内在价值趋同，甚至

高于内在价值。这意味着，除了环境允许的情况下通过承担额外的风险并足够幸运地获得额外回报外，要想取得超额收益将会比以往任何时候都要困难。

尽管目前市场并不渴求资本，但可能存在其他的“阿尔法”市场，在这样的市场中，投资技巧可增加回报，且可能不会增加总体风险。在这些超额回报中，部分只是弥补流动性不足而产生的溢价，而一些机构在 2008-09 年危机期间遭受的痛苦表明，正确评估自身承受流动性不足的能力是多么重要。部分回报增长将来自聘用可实现阿尔法回报的管理人，或能够在没有推高相应风险的情况下增加回报。然而，依赖正阿尔法回报会使投资者面临管理人风险，也可能聘用最终获得负阿尔法回报的管理人。

过去一年，许多有关经济、市场和政策的先入为主的观念都遭到了挑战，甚至我们的生活方式也被改变。但投资中不可回避的事实依然未变：没有什么神奇的答案，没有任何解决方案（除了卓越的能力以外）能让投资者安全可靠地赚取高回报。这在目前低回报的环境下尤其如此。

写于 2021 年 3 月 4 日