

备忘录：致橡树资本 (Oaktree) 的客户

发信人：霍华德·马克斯 (Howard Marks)

主题：敢于另辟蹊径

我曾多次写过关于在 1969 年我投身于投资这行时正盛行“漂亮五十”股票的文章。我的第一任雇主第一国民城市银行 (First National City Bank) 以及许多其他“货币中心银行”（当时领先的投资管理人）都对这些公司着迷，它们拥有强大的商业模式和完美的前景。市场一致看好这些公司的股票，而且大量的投资总监认为它们非常安全可靠。例如，当时的一个常见说法是，因为 IBM 是那个时代最典型的成长型公司，“买 IBM 的股票是不会被炒鱿鱼的”。

我还写了很多关于这些股票命运的文章。1973-74 年期间，欧佩克石油禁运和由此引发的经济衰退使标准普尔 500 指数总共下跌了 47%。很多曾经被认为“价格再高也不为过”的“漂亮五十”股票的表现要差得多，从最高 60-90 倍的市盈率跌至低谷时的个位数倍数。因此，它们的追随者在“人尽皆知”的伟大公司的股票上损失了几乎所有的钱。这是我第一次有机会看到被我称为“高人气公司”可能出现的结局。

1978 年，我被调往该行的债券部门工作，开始组建可转债基金，不久之后又开始组建高收益债券基金。在这个阶段，我所投资的证券被大多数受托人认为是“不可投资的”，而且实际上是没有了解、关心或认为是可取的领域……而我却从中稳稳地赚了一大笔。**我很快意识到，我所取得的理想业绩在很大程度上正是源于这一事实：我所投资的证券几乎没有人了解、关心或认为是可取的。**这其实也是我在芝加哥大学商学院学过的有关“有效市场假设”方面如何赚钱的关键一课：如果你希望取得卓越的投资业绩，你就必须投资其他人没有蜂拥而至并导致充分估值的领域。**换言之，你必须另辟蹊径。**

本质区别

2006 年，我写了一篇名为 [《敢于成就伟大》\(Dare to Be Great\)](#) 的备忘录。文章主要讨论要有远大的抱负，也包括对循规蹈矩和投资官僚作风的抨击，并主张必须通过非常规途径才能获得高回报。至今人们还在跟我谈论关于那份备忘录的内容，是一个简单的 2×2 矩阵：

	常规行为	非常规行为
好的结果	平均好的结果	比平均水平好
不好的结果	平均不好的结果	比平均水平差

对此，我是这样解释的：

当然，实际情况不是那么简单明了，但大致是这样。如果你和你的上司墨守成规，那么你所得到的结果，无论好坏，都只是平均水平的结果。只有采取非常规的行为，才可能取得非凡的业绩表现……而且，只有作出卓尔不群的判断，才可能取得高于平均水平的表现。

市场参与者的共识意见体现在市场价格的变动方面。因此，如果投资者缺乏优于市场共识下平均水平的洞察力，那么他们理应只获得经风险调整后平均水平的业绩表现。

自从我写那份备忘录以来已经过去多年，投资界已变得更加复杂，但该矩阵所传达的信息和相应的解释并未改变。简言之——在本备忘录中，我将问题简化为一句话：“**最新提示：不要指望采取与他人相同的行动还能实现卓越的业绩表现。**”

理解该观点的最好方法是通过逻辑性强和几乎是数学式的思考方式（为了便于说明，已像往常一样简化）：

- 在任何特定时期内，所有投资者将在单只股票、特定市场或所有市场共同赚取一定数量（但无法确定）的金钱收益。该金额大小将取决于（一）公司或资产在基本面方面的表现（例如，它们的利润增长或下降了多少）以及（二）人们对这些基本面的看法和如何对待资产价格。
- 平均而言，所有投资者的总体业绩表现趋于平均水平。
- 如果你对平均水平的业绩表现感到满意，你可以径直投资于大量相关资产，根据其在相关领域或指数中的代表性按比例各买一些。通过采取这种平均化的方式，你可以保证获得平均水平的业绩表现。（显然，这是指数基金背后的投资理念。）
- 如果你想取得高于平均水平的业绩，你就必须背离共识行为。你必须增持某些证券、资产类别或市场，并减持其他证券、资产类别或市场。**换言之，你必须另辟蹊径。**
- 而这样做会面临以下挑战：（一）市场价格是所有人集体思考的结果；（二）任何个人都很难始终能够弄清楚共识何时会出错以及何时资产定价过高或过低。
- **尽管如此，“主动型投资者”仍会积极押注，以期取得高于平均水平的出色业绩。**
 - 投资者 A 认为股票整体太便宜，他卖出债券，增持股票。投资者 B 认为股票太贵，因此她转向减持，将部分股票出售给投资者 A 并将所得款项投资于债券。
 - 投资者 X 认为某只股票太便宜并开始增持，他从投资者 Y 那里购得该股，因为后者认为该股票太贵，因此想减持。
- **值得注意的是，在上述每种情况下，一位投资者的举动肯定是对的，而另一位则是错的。**现在回到上文第一个要点：由于所有投资者集体赚取的总金额是固定的，所有主动投注汇总在一起构成一种“零和游戏”（或扣除佣金和其他成本后为“负和游戏”）。押注正确的投资者获得高于平均水平的回报，而根据定义，押注错误的投资者将获得比平均水平还要糟糕的回报。
- **因此，为追求高于平均水平的回报而进行的每一次主动投注都伴随着获得低于平均水平回报的风险。**在主动投注时，没有只赢不输的情况。金融创新通常被包装为提供某种形式的只赚不赔的交易，但实际上不可能存在，而且结局总是没有像炒作的那么好。
- **上文的结论很简单：如果你不进行主动投注，你就无法期望获得高于平均水平的回报，但如果你的主动投注出错，你的回报将比平均水平更糟。**

我认为，投资就像打高尔夫一样，球场环境和竞争对手的表现每天都在变化，球洞的位置也一样。在某些天，一种比赛策略是适合的，但其他时候，则需要不同的战术安排。要取得胜利，你必须在选择策略或执行策略方面比其他人做得更好，或两方面都要更好。

对于投资者来说也是如此。很简单：**如果你希望在业绩方面脱颖而出，就必须与众不同。但是，另辟蹊径后，只有当你选择的策略和战术是正确的并且/或你能够更好地执行它们时，才能实现正面的差异。**

第二层次思维

2009 年，当哥伦比亚商学院出版社考虑是否出版我的书《投资最重要的事》(*The Most Important Thing*) 时，他们要求先看一个示例章节。像往常一样，我坐下来写下了一个我以前没有写过或命名的概念。该介绍后来成为这本书第一章，讨论了这本书最重要主题之一：第二层次思维，而这正是人们最常问我的关于该书中的概念。

第二层次思维的理念建立在我的备忘录《敢于成就伟大》(*Dare to Be Great*)中所写的内容之上。首先，我重申了我的观点，即投资的成功在于比别人做得更好。所有主动型投资者（以及希望以此谋生的管理人）都是为了追求卓越的回报。

但这种普遍性也使得跑赢市场成为一项艰巨的任务。数百万人都在为每一块钱的投资收益而展开竞争。谁会成为赢家呢？是那些领先一步的人。在某些竞争中，走在前列意味着接受更多的教育、在健身房中挥洒更多的汗水或花更多时间在图书馆学习研究、摄取更好的营养、流更多的汗水、拥有更大的耐力或更好的设备。但在投资中，这些方面并不那么重要，而主要需要更敏锐的思维……也就是我所说的第二层次思维。

第二层次思维背后的基本理念可简单总结为：**为了跑赢市场，你的思维必须与众不同且更为高明。**

记住，你的投资目标不是获得平均水平的回报，而是获得卓越的回报。因此，你的思维必须比别人更出色，即思考更缜密、水平更高。其他投资者也许都很聪明、信息灵通并且善于运用数据运算，因此你必须找出一种与众不同的优势。你必须想他们所未想，见他们所未见，或者具备他们所不具备的洞察力。你的反应与行为必须与众不同。**简言之，保持正确性可能是投资成功的必要条件，但不是充分条件。你必须比其他人更加正确……其中的含义是，你的思维方式必须非同一般。**

接下来，我想区分一下第二层次思维者和第一层次思维者的不同之处：

第一层次思维是单纯而浅显的，几乎人人都能做到（并不能帮你争取到绝对优势）。第一层次思维者所需要的只是一种对未来的看法，譬如“公司的前景是亮丽的，意味着股票会上涨”。

第二层次思维更加深邃、复杂而迂回。第二层次思维者要考虑许多方面：

- 未来可能出现的结果会在什么范围之内？
- 我认为会出现怎样的结果？
- 我猜中的概率有多大？
- 市场的共识是什么？
- 我的预期与市场的共识有多大差异？
- 资产的当前价格与市场对未来价格普遍的看法，以及我的看法之间切合程度如何？
- 价格中反映的共识心理是过于乐观还是过于悲观？
- 如果市场共识是正确的，资产价格将会发生怎样的变化？如果我是正确的，价格又会如何？

第一层次思维者与第二层次思维者之间显然存在巨大的工作量差距，相对于能做到前者的人数，能做到后者的人数微乎其微。

第一层次思维者寻找简单的公式和简单的答案。第二层次思维者知道投资的成功需要避开的正好是“简单”本身。

谈到困难，我想起了疫情期间我与儿子 Andrew 的讨论中产生的一个重要想法（在 2021 年 1 月发布的备忘录 [《关于价值》\(Something of Value\)](#) 中有介绍）。对于该备忘录中提及的有关近几十年来大多数市场有效性的讨论，Andrew 提出了一个绝妙的观点：“**目前现成的定量信息不能成为卓越投资表现的来源。**”毕竟，每个人都可以获得此类信息——关于美国公开市场证券的信息，这是美国证监会公平披露条例的主要目的——如今所有投资者都应该知道如何利用数据并进行筛选。

那么，一心想跑赢大盘的投资者如何才能实现自己的目标呢？正如 Andrew 和我在《关于价值》(Something of Value) 的播客中所说的，他们必须超越现成的定量信息。相反，若想获得卓越的投资表现，他们必须能够：

- 更好地理解已发布数据的意义，
- 更好地评估公司的定性表现，和 / 或
- 更好地预测未来。

显然，这些事情都不能确切地确定，不能凭经验衡量，也不能使用万无一失的公式进行计算。与当今的定量信息不同，没有任何来源可以让你轻松获得答案。它们都可归结为判断或洞察力。具有更好判断力的第二层次思维者可能会获得更高的回报，而那些缺乏洞察力的人可能业绩欠佳。

这一切都让我想起查理·芒格 (Charlie Munger) 在《投资最重要的事》一书出版时告诉我的一句话：“投资本来就不是一件容易的事。任何人认为投资乃易事都是愚蠢的想法。”任何认为有一种投资公式可以保证成功（并且他们可以拥有）的人显然不了解投资过程的复杂性、动态性和竞争性。卓越投资的奖励可能是一大笔收益。在竞争激烈的投资环境下，想要实现超额回报确实并不容易。

逆势投资

投资界有一个和与众不同密切相关的概念：逆势投资。“投资群体”指推动证券价格上涨或下降的大众（或机构）。正是他们的行为将资产价格推向牛市高点，有时甚至出现泡沫，而在另一个方向上，则是熊市和偶尔的市场崩盘。在这些总是伴随着过度行为的极端情况下，必须逆势而行。

加入上述波动会导致人们在高价时持有或购买资产，而在低价时出售或不购买资产。出于这个原因，与群体分道扬镳并以一种与大多数其他人的行为相反的方式行事可能很重要。

《投资最重要的事》有一章专门讲逆势投资。以下是我阐述逻辑的方式：

- 市场剧烈波动，从看涨到看跌，资产价格从被高估到被低估。
- 市场的波动由“人群”、“群体”和“大多数人”的行为所驱动。牛市的出现是因为想买的人比想卖的人多，或者买家的积极性高于卖家。随着人们从卖家转变为买家，以及买家变得更加积极而卖家变得不积极，市场就会上涨。（如果买家不占主导地位，市场就不会上涨。）
- 市场极端情况代表拐点。这些拐点发生在看涨或看跌达到最大值时。形象地说，当最后一个想成为买家的人成为买家时，市场就会见顶。由于在市场见顶时所有买家都已经加入看涨队伍，因此无法再进一步推高看涨情绪，而此时市场已达到最高水平。买入或继续持有资产是危险的。
- 由于市场中已没有更多的人看涨，因此市场停止上涨。如果第二天一个人从买方转为卖方，市场就会开始下降。
- 因此，极端情况由“大多数人”驱动，但大多数人都错了。
- 因此，投资成功的关键在于反其道而行之：要与众不同。能认识到其他人正在犯错的人，将可从逆势投资中获得巨大的利益。

总而言之，如果极端的高点和低点是有过度的，并且是大多数投资者一致的错误行为的结果，那么成为逆势投资者将至关重要。

耶鲁大学前首席投资官大卫·斯文森 (David Swensen) 在其 2000 年出版的著作《机构投资的创新之路》(Pioneering Portfolio Management) 中，解释了为什么投资机构容易遵循当前的市场共识，以及为什么他们应该拥抱逆势投资。（有关斯文森投资方法的更多信息，请参阅下面的“一个很好的例子”。）他还强调在机构投资中建设能成功运用逆势投资的基础设施的重要性：

除非机构在困难时期维持逆势头寸，否则由此产生的损害会给机构带来严重的财务和声誉成本。

以无系统化研究、市场共识为导向的投资持仓在竞争激烈的投资管理领域中几乎不可能产生卓越投资业绩。

尽管克服随波逐流的趋势是必要的，但事实证明这不足以保证投资成功……即使选择不同道路的勇气会增加成功的机会，但投资者也可能会面临失败，除非有一套深思熟虑的投资原则支撑着这份勇气。

在我结束讨论逆势投资这个主题之前，我想澄清一些其他的事情。第一层次思维者——假设他们对逆势投资的概念感兴趣——可能认为逆势投资只意味着做与大多数人相反的事情，即在市场上涨时卖出，在市场下跌时买入。但这种过于简单化的逆势投资定义不太可能对投资者有太大帮助。相反，我们必须用第二层次思维对逆势投资本身进行理解。

在《投资最重要的事》的注释版中，四位专业投资者和学者对我所写的内容进行了评论。我的好朋友乔尔·格林布拉特 (Joel Greenblatt) 是一位杰出的股票投资者，就下意识的逆势投资给出了非常恰当的评论：“……仅仅因为没有其他人会跳到一辆在高速公路上疾驰而过的麦克卡车前面，并不意味着你就应该不假思索的反其道而行之（而送命）。”换言之，广大投资者并非一直都是错的，或者错误的程度如此之大，以至于做与他们所做的相反的事情总是正确的。相反，要成为有效的逆势投资者，你必须弄清楚：

- 群体在做什么；
- 为什么他们这样做；
- 他们的做法有什么问题吗，如果有的话；以及
- 你应该怎么做。

就像第四页的要点中列出的第二层次思维过程一样，聪明的逆势投资深刻而复杂，比不假思索地与人群保持相反方向要深刻得多，也复杂得多。然而，在最好的机会——即在最极端市场环境下——做出的优秀投资决策总是包含逆向思维的元素。

决定承担犯错的风险

我觉得值得写的主题只有这么多，而且我永远不会通晓关于这些主题的所有知识，因此我不时重访一些主题并为我以前写过的内容作补充。因此，继 2006 年的《敢于成就伟大》之后，我在 2014 年写了一份备忘录，创造性地命名为 [《敢于成就伟大 II》\(Dare to Be Great II\)](#)。首先，我重申了对与众不同重要性的坚持：

如果你的投资组合和别人没有区别，那么你的表现可能好，也可能坏，但你绝不会脱颖而出。如果你想要出类拔萃的亮丽业绩，就必须与众不同……

随后，我讨论了和与众不同相关的挑战：

大多数成功的投资一开始都令人不安。让大多数人感觉良好的投资——即那些基本假设被广为接受、近期表现利好、前景光明的投资——不可能以较低的价格获得。相反，价格低廉的投资通常近期表现不佳，充斥着争议、悲观的论调。

但是，最重要的或许是，我从这个想法更进一步，从敢于与众不同更进一步讨论它的自然推论：敢于犯错。大多数投资书籍都是关于如何保持正确，而不是出错的可能性。然而，潜在的主动型投资者必须明白，每一次为获得成功的尝试都必然伴随着失败的可能性。正如我在第三页开头所描述的，这两者是绝对不可分割的。

即便在效率为中等水平的市场中，如果你偏离共识的行为被证明是错误的，那么你为追求高于平均回报所做的一切都有可能**导致比平均回报更糟糕的表现**。增持与减持、集中投资与分散投资、持有与卖出、对冲与不对冲——这些都是双刃剑。当你做出正确的选择时，你会获得收益，而当你做错的时候，你就会亏损。

我最喜欢的其中一句话来自拉斯维加斯赌场的一位赌区主管：“赌得越多，赢的时候就赢的越多。”绝对无可争议。但这位赌区主管的言下之意是：“赌得越多，输的时候就输得越多。”显然，这两个观点是相辅相成的。

我偶尔向机构客户做演示时，会使用幻灯片的动画效果以图形方式描绘这种情况的本质：

- 一个气泡落下，上面写着“试着做对”。这是主动投资的意义所在。但随后气泡中又出现了几句话：“承担犯错的风险。”结论是，如果不做后者，你根本就无法实现前者。它们密不可分。
- 然后另一个气泡落下，写着“不会输”。投资有不会输的策略。如果你购买国债，你不会有负回报。如果你投资于指数基金，则不会跑输指数。但随后在第二个气泡中又出现了三个字：“不会赢。”使用不会输策略的人必然放弃“成为赢家”的可能性。国债投资者的收益不会超过最低收益率。指数基金投资者不会跑赢大盘。
- 这让我想到了我想象从尚缺乏一些投资经验的客户那里收到的任务：“仅采用每个气泡中的第一组词：请通过投资于不会输策略跑赢市场。”但这种组合碰巧是不存在的。

上述情况表明，主动投资的成本超出了佣金和管理费的范畴：表现不佳的风险增加。因此，每个投资者都必须有意识地决定好选择哪条路。冒着落后于平均回报的风险以追求卓越的回报，或者拥抱市场共识而确保获得平均业绩。应该清楚的是，如果你不愿意承担低于平均业绩水平的风险，你就不能指望获得超额回报。

这让我想到了我最喜欢的幸运饼干，40 到 50 年前我在吃甜点时拿到的。里面的话很简单：**谨慎的人很少犯错，也写不出伟大的诗篇**。在我大学的日本研究课程中，我学到了**心印 (koan)** 这一概念，*牛津多语种词典 (Oxford Languages)* 将其定义为“一则自相矛盾的寓言或谜语，在禅宗佛教中用来代表虽然逻辑推理不足但可以带来启发的事物。”我的幸运赠言就是这种情况，因为它提出了自相矛盾的问题，却能够带来启发。

但是这份“幸运”究竟是什么意思呢？是你应该谨慎，因为谨慎的人很少犯错？或者你不应该谨慎，因为谨慎的人很少能成就伟大的事业？

这份“幸运”可以双向解读，两个结论似乎都是合理的。因此，关键问题是，“哪种含义适合你？”作为投资者，你更想避免错误，还是更想要取得卓越的表现？哪条路径更有可能带来你所认为的成功，哪条对你来说更可行？你可以选择任何一条路，但显然不能同时走两条路。

因此，投资者必须回答一个算是非常基本的问题：你是否会（一）为高于平均水平的业绩而努力，这需要成本，但远不能确保一定实现目标，并且有风险使表现低于平均，或者（二）接受平均的业绩表现——这可以帮助你降低成本，但也意味着当赢家报告令人垂涎的成功业绩时，你将只有羡慕的份。以下是我在《敢于成就伟大 II》一文中所写的：

在多元化、规避风险及确保投资表现不低于平均水平这些方面，投资者应该集中多大的注意力？而为了取得更佳表现，在这些方面又可以做出多大的让步？

以下我列出了一些考虑因素：

不墨守成规是取得卓越投资表现的唯一途径，但并非适合每一个人。除了高超的技能外，成功的投资还需要坚持住在当下看来错误的决定，并经受住错误的考验。因此，每个人都必须评估他的性格是否可以做到这些事情，以及

他所处的环境——即雇主、客户和其他人的意见——是否允许他这样做……
正如总是发生的那样，在一些困难时期的早期阶段他可能看上去做错了。

鱼和熊掌无法兼得。就像在投资的许多方面一样，没有绝对的对错之分，只有对你而言的对与错。

经典案例

前面提到的大卫·斯文森从1985年开始管理耶鲁大学的捐赠基金，直到2021年去世，这是一段不寻常的36年任期。他是一位真正的先驱，创立了后来被称为“耶鲁模式”或“捐赠基金模式”的投资方式。他大幅减持了耶鲁大学的公共股票和债券持仓规模，并大量投资于对冲基金、风险投资和私募股权等创新的、低流动性策略，而在当时几乎没有其他机构这么做。他慧眼发现了这些领域的管理人，他们后来创造了卓越的业绩，其中一些人获得了投资声誉。耶鲁大学的投资回报也因此远超过几乎所有其他捐赠基金。此外，斯文森还向捐赠基金领域输送了一批弟子，他们为其他机构创造了令人羡慕的业绩。尤其是从2003-04年前后开始，很多捐赠基金效仿耶鲁大学的方法，此前这些机构因科技/互联网泡沫破灭而受到重创。但很少有基金能复制耶鲁的成功。这些基金做了同样的事情，但起步不够早或执行得不够好。

综上所述，我认为斯文森敢于另辟蹊径，做与众不同的事。他做了别人没有做过的事。早在大多数其他人开始之前，他就已经做了这些事情。他做到了其他人无法企及的高度。他以非凡的技巧做到了这一点。**堪称卓越业绩的出色范例。**

在《机构投资的创新之路》中，斯文森介绍了投资的核心挑战——尤其是机构投资。这是我读过的最好的段落之一，其中包括一个两个词的短语（我为了强调而加粗），对我来说读起来纯粹就像投资之诗。我引用了无数次：

……主动型投资策略要求机构采取非机构化的行为，创造了一个很少有人能展开的悖论。建立并维持非常规的投资组合，需要接受**令人不安的独特**投资组合，这些投资组合在常规投资人士看来可能极其不明智。

与许多出色的引述一样，斯文森的这句话仅用几个词就表达了很多。我们来解析一下它的含义：

独特性——当所有投资者都喜欢某样东西时，他们的购买行为可能会使其定价过高。当他们讨厌它时，他们的卖出行为可能会使它的定价过于便宜。因此，最好购买大多数人讨厌的东西并出售大多数人喜欢的东西。根据定义，这种行为极其独特的（即“古怪”、“怪异”或“异常”）。

令人不安——大部分投资者持有当前组合是出于一些他们认为所令人信服的原因。我们目睹了他们所做事情的一致走向，然后又受到相同新闻的影响。然而，我们意识到，如果想要超过平均回报，我们对那些消息和观点的反应——以及我们的行为——在许多情况下应该与其他人不同。不管是什么原因，如果数以百万计的投资者都在投资A项目，则投资B项目可能会很令人不安。

如果我们真的让自己去投资B项目，我们的行为不太可能马上被证明是正确的。因为估值过高而卖出一个市场宠儿之后，其价格可能不会在第二天马上开始下跌。大多数时候，你卖出的热门资产会持续上涨一段时间，有时还会持续上涨相当长一段时间。正如约翰·凯恩斯(John Maynard Keynes)所说，“市场保持非理性的时间可能比你保持偿付能力的时间长。”又正如那句古老的格言所说，“太超前于时代与错误无异。”这两个说法与凯恩斯的另一句名言密切相关：“世俗的智慧告诉我们，为了名声，循规蹈矩地失败比以非常规的方式取得成功要好。”脱离主流可能会令人尴尬和痛苦。

来自机构的非机构化行为——我们都知道斯文森所说的“机构化”这个词是什么意思：官僚主义、墨守成规、保守、传统、规避风险和共识主宰；简而言之，不太可能是特立独行。在

这种情况下，与特立独行且判断正确的潜在利益相比，特立独行但犯错的成本可能被视为非常不可接受。对于相关人员而言，放弃有利可图的投资（无为型错误）所带来的风险远低于作出可能导致损失的投资（有为型错误）。因此，行为“机构化”的投资实体就其性质而言，极不可能参与独特的行为。

在耶鲁工作的早期，斯文森选择了：

- 最小化公开市场股票的持仓；
- 大幅增持属于“另类投资”的策略（尽管他在该定义出现之前就开始这么做）；
- 这么做，意味着将耶鲁大学捐赠基金的很大一部分资金配置到交易市场有限的低流动性投资；以及
- 选聘没有较长历史业绩而他认为具备投资敏锐度的管理人。

用他的话来说，这些行为可能“在传统智慧的眼中显得非常轻率”。斯文森的行为当然是独特的和不机构化的，但他明白，要想表现出色，唯一的办法就是冒犯错的风险，他接受了这种风险并取得了优异的业绩。

一种不追随主流的方法

最后，我想介绍一下最近发生的一件事。6月中旬，紧随在洛杉矶会议之后，我们在伦敦举行了橡树两年一度的投资人大会。我在两次会议上负责的主题都是市场环境。我在准备伦敦会议的主题时遇到了一个进退两难的情况，因为这两个会议之间发生了很大的变化：5月19日，标准普尔500指数约为3,900点，但到6月21日，已跌至大约3,750，在大约一个月下跌了近4%。我面对的问题是：我是否应该更新我的有些数据较旧的演讲材料，还是重复使用洛杉矶会议的材料向两个听众群传达一致的信息？

我决定以洛杉矶的材料为起点，讨论在这段时间内发生了多大的变化。我在伦敦演讲的关键部分包括了对当时热点问题的意识流式讨论。我告诉与会者，我密切关注人们在任何时间最常问的问题，因为这些问题告诉我人们在想什么。最近我被问到的问题绝大多数围绕着：

- 通胀前景，
- 美联储将在多大程度上提高利率以控制通胀，以及
- 这样做是否会导致经济软着陆或衰退（如果是后者，会有多糟糕）。

会后，我对我的发言并不太满意，所以在午餐时重新思考了一下。下午会议继续时，我又上台补充了两分钟的讲话。以下是我所说的：

所有围绕通胀、利率和衰退的讨论都属于同一个标题：短期。但是：

- 我们对短期的未来知之甚少（或者，我应该说，我们不能更可靠地知道比市场共识更多的信息）。
- 如果我们对短期有任何观点，那么我们不能（或不应该）对它有太大的信心。
- 如果我们得出了一个结论，我们也做不了什么——大多数投资者不能也不会根据这些观点对他们的投资组合进行大幅调整。
- **我们真的不应该关心短期——毕竟，我们是投资者，而不是交易员。**

我认为这最后一点是最重要的。问题是你是否同意。

例如，当被问及经济是否正走向衰退时，我通常的回答是，只要不是正处于衰退中，经济就是在走向衰退的路上。问题是什么时候。我相信周期一直存在，这意味着未来总是会出现衰退和复苏。**未来经济衰退的事实是否意味着我们应该减少投资或改变我们的投资组合配置？我认为并非如此。**自1920年以来，已经发生了17次经济衰退以及一次大萧条、一场世界大战和几场较小规模的战争、多次对全球性灾难的担忧，以及现在的新冠疫情。然而，正如我在1月份

的备忘录《[清仓离场](#)》(Selling Out)中提到的，标准普尔 500 指数自那以来的一个多世纪中平均每年的回报率约为 10.5%。投资者是否能通过进出市场来避开这些问题点以改善他们的业绩……或者这样做反而会拖累表现？自从我在那份备忘录中引用比尔·米勒 (Bill Miller) 的话后，我就对他的表述印象深刻，即“时间，而不是时机”是实现真正财富积累的关键。因此，如果大多数投资者想要享受长期复利的好处，最好忽略短期影响因素。

橡树投资理念的六大原则中有两条是：（一）宏观预测并非投资的关键所在；（二）不预测市场时机。我告诉伦敦会场的听众，我们的主要目标是进行债务投资或发放会被偿付的贷款，并投资于业绩及盈利能力良好的企业权益。这些都与短期无关。

有时，在认为有必要的情况下，我们的确会改变在进取性和防御性之间的平衡，主要是通过改变我们封闭式基金的规模、投资的节奏以及我们可接受的风险水平。但我们做这些事情是基于当时的市场状况，而不是对未来事件的预期。

橡树的每个人都对上面提到的短期现象有自己的看法。我们只是不着重押注它们的对错。最近在伦敦与客户会面期间，布鲁斯·卡什 (Bruce Karsh) 和我花了很多时间讨论这些短期担忧的意义。以下是他后来发给我的评论：

……事情会和预期一样糟糕或更糟或更好吗？不可知……同样不可知的是有多少已被市场价格所反映，即市场真正的预期是什么。有人会认为经济衰退已经被市场价格所反映，但许多分析师表示情况并非如此。这很难说……！

布鲁斯的评论突出了关注短期的另一个弱点。即使我们认为我们了解通胀、衰退和利率等方面的情况，也绝对没有办法知道市场价格与这些预期之间的关系。这比大多数人意识到的要重要得多。如果你对当前的问题有自己的看法，或者你听到了你尊敬的权威人士的意见，看看任何一种资产，然后问问自己，考虑到前景，它的价格是高了、便宜还是公平的。这才是在考虑定价合理的投资时最重要的事。

即将发生负面事件的可能性——甚至是事实——本身并不是降低风险偏好的理由；投资者只有在事件将要发生且未适当反映在资产价格中时才应这样做。但是，正如布鲁斯所说，通常没有办法知道。

在我职业生涯之初，我们考虑投资一只股票五六年；持有不到一年的情形被认为是短期交易。从那时起，我目睹的最大变化之一就是投资期限以惊人的速度缩短。基金经理实时知道他们的回报，很多客户关注他们的管理人在最近一个季度的表现。

没有任何策略——也没有任何卓越的水平——可以使每个季度或每年的业绩都取得成功。随着环境的变化以及它们的受欢迎程度的起伏，策略的有效程度也会起伏。实际上，那些严格遵守某些策略中特定投资方式的、高度自律的管理人往往可能创造最差的表现。无论策略是否恰当，投资决策质量如何，每个投资组合和每个管理人都将经历有好有坏的季度和年份，这并不会产生持久影响，更不能充分代表管理人的能力。这种糟糕的表现通常是由于不可预见和不可预知的发展趋势所造成。

因此，某人或某事在一段时间内表现不佳代表什么？任何人都不应该根据短期结果解聘管理人或改变策略。与其从表现不佳的公司取走资金，客户应该考虑本着逆势而为的精神增加他们的配置（但很少有人这样做）。我觉得这非常简单：如果你在公交车站等的足够长，你肯定能赶上公交车，但如果你从一个公交车站跑到另一个公交车站，你可能永远也赶不上车。

我相信大多数投资者都有判断的时候。一个季度或一年的表现顶多是毫无意义，而最坏的后果则是有害的干扰。但大多数投资委员会仍在每次会议的第一个小时讨论最近一个季度和年初至今的回报。如果其他人都专注于无关紧要的事情而忽视重要的事情，那么投资者可以通过排除短期担忧并保持对长期资本配置的高度专注，不追随主流以实现获利。

《机构投资的创新之路》的最后一句话很好地总结了机构可以如何追求它们梦寐以求的卓越业绩。（其概念也与个人相关）：

适当的投资程序对投资成功有重大贡献，使投资者能够寻求有利可图的长期逆势投资持仓。通过减少短期业绩压力，不再受此限制的基金经理可以自由地创建投资组合，以利用短期投机者所创造的机会。通过鼓励管理人进行可能令人尴尬的不受欢迎的投资，受托人增加了投资成功的可能性。

橡树对于宏观预测（尤其是短期）的相对不关心程度，可能属于极端少数。大多数投资者对短期现象的预期反响强烈，但我想知道他们是否真的就此担忧采取了行动，以及其是否有帮助。

许多投资者——尤其是养老基金、捐赠基金、保险公司和主权财富基金等机构，它们都相对不存在突然撤资的风险——拥有能够专注于长期的优势……如果他们会加以利用的话。因此，我对各位的建议是不去追随主流的观点，因为主流观点对于短期的关注意义不大，反而我们建议与我们一起关注更为重要的事情。

2022 年 7 月 26 日

* * *



本材料表达作者截止至所示日期的观点，该等观点可能随时发生变化，恕不另行通知。橡树无责任或义务更新本材料所载信息。此外，橡树并未陈述过往投资表现是未来业绩的指标，阁下亦不得作出此等假设。实际上但凡有获利之机会，亦有损失之可能。

本材料仅供参考且不得被用于任何其他目的。本材料所载信息不构成亦不得被释为在任何司法管辖区要约提供咨询顾问服务或要约销售或招揽购买任何证券或相关金融工具。本材料所载部分涉及经济趋势和业绩的资料乃基于或取自独立第三方来源提供的资料。Oaktree Capital Management, L.P.（“橡树”）相信取得资料的来源可靠，但无法保证该资料的准确性，也并未独立核实该资料或根据该资料作出的假设的准确性或完整性。

未经橡树事先书面同意，不得以任何方式复印、复制、重刊或发布本材料（包括本材料所载信息）的全部或任何部分。

在本材料或其部分内容为中文的范围内，该等中文译稿仅供参考，且若中文译稿和英文文稿之间存在任何差异，概以英文文稿为准。Oaktree Capital (Hong Kong) Limited 可提供本材料的英文文本。橡树、其联属公司或其各自的任何管理人员、合伙人、员工、关联方、股东或代理人均(i)不对本材料译稿的任何不准确、错误或遗漏之处承担任何责任，且(ii)无任何义务在发现译稿任何不准确、错误或遗漏之时通知任何收件人。