

备忘录： 致橡树资本（Oaktree）客户
发信人： 霍华德·马克斯（Howard Marks）
主题： 再议泡沫

就在 25 年前的今天，我发表的备忘录第一次收到了读者回复（在此之前我已写了将近 10 年的备忘录，但从未收到任何回复）。那篇备忘录名为《[网络科技泡沫](#)》，主题是我认为在科技股、互联网股和电子商务股中正在发生的非理性的投资行为。该备忘录有两个可圈可点之处：它说对了，而且很快得到了印证。我在 1970 年代初学到的首个伟大投资格言之一是“过于超前与做错，两者很难区分”。就这篇备忘录而言，显然我并非太过超前。

这个里程碑式的周年纪念日再次勾起我探讨泡沫的想法，而今，泡沫是一个非常吸睛的主题。众所周知我是一名信用投资者，五十年前开始就不再涉猎股票分析，也未曾对科技领域有过深入研究，因此我也不会对如今的热门公司及其股票品头论足。我所有的观察或许都是泛泛而谈，但我仍希望这些观察具有一定相关性。

* * *

在二十一世纪头十年，投资者有机会参与，甚至因此蒙受损失，两个巨大的泡沫。第一个是二十世纪 90 年代末兴起并在千禧年年中破裂的科技、媒体及电信（“TMT”）泡沫；第二个在这段时期中间点产生的房地产泡沫。它导致了：(1)向无法或不愿提供收入或资产证明的次级借款人发放房地产抵押贷款；(2)将这些贷款证券化为含有杠杆的、分层抵押支持证券，并最终导致(3)该类证券投资者，特别是创造了这些证券并持有其中部分的金融机构，蒙受了重大损失。顾及这些经历，如今许多人都对泡沫高度警惕。我就经常被问到，标准普尔 500 股票指数和少数几只领涨的股票是否存在泡沫。

标普 500 的七大个股——即所谓的“美股七雄（“Magnificent Seven”）”——分别为苹果、微软、Alphabet（谷歌的母公司）、亚马逊、英伟达、Meta（Facebook、WhatsApp 和 Instagram 的所有者）和特斯拉。这些股票的表现有目共睹，无需我多言。概括来说，在过去几年里少数几只股票主导了标普 500 的走势，并在其涨幅中占据极高的比例。摩根资产管理首席策略师 Michael Cembalest 的一张图表显示：

- 截至 2024 年 10 月底，标普 500 七大成分股的市值占该指数总市值的 32-33%；
- 该比例约为五年前龙头股占比的两倍；以及
- 在“美股七雄”兴起之前，过去 28 年中前七大个股的最高占比是 2000 年正值 TMT 泡沫高潮时的约 22%。

同样值得注意的是，根据 Michael Cembalest 的另一张图表，截至 2024 年 11 月底，美国股票在 MSCI 世界指数中所占比重超过 70%，为自 1970 年以来的最高水平。因此，明显可见(1)与其他地区的公司相比，美国公司的价值很高；及(2)前七大美股的市值高于其余美股。但这**就是泡沫吗**？

何谓泡沫？

投资术语日新月异。如今橡树资本的年轻同事使用了很多我也需借助“翻译”才能理解的投资术语。但是，自从我投身投资事业以来，“泡沫”和“崩盘”这两个金融词汇就一直如影随形，我想在未来的几代人中它们也会一直存在。如今，主流媒体广泛使用它们，人们似乎认为它们可以被客观地定义。但在我看来，泡沫或崩盘与其说是一种量化计算，不如说是一种心理状态。

我认为，泡沫不仅反映股价的快速上涨，而且是一种具有以下特征的暂时性狂热，或者更贴切的说，是由以下原因引起的暂时性狂热：

- 高度非理性繁荣（借用前美联储主席艾伦·格林斯潘的话），
- 对标的公司或资产的彻底崇拜，以及笃信不能错过，
- 踏空的巨大恐惧（“FOMO，错失恐惧症”），以及
- 因而确信这些股票“价格再高也不为过”。

“价格再高也不为过”尤其让我印象深刻。当你无法想象论据中的任何缺陷，并害怕你的同事/高尔夫球伴/姐夫/竞争对手将持有你并不持有的资产时，你就很难得出结论说你不应该以某个价格购买。正如查尔斯·金德尔伯格和罗伯特·阿利伯在《*疯狂、惊恐和崩溃——金融危机史*》（第五版）中所指出，“没有比看到自己的朋友变有钱，更能影响思考与判断的”。

所以，要辨别泡沫，投资者虽然可以观察估值参数，但我一直认为心理诊断更为有效。每当我听到“价格再高也不为过”或类似说法（更严谨的投资者可能会说：“当然会有价格过高的时候，但我们还没到那一步”）时，我就认为这是泡沫正在酝酿的明确信号。

大约五十年前，一位长者送了一句我最喜欢的格言。我多次在备忘录里提过这句格言，但在我看来，提及得再频繁都不为过。那就是“牛市的三个阶段”：

第一阶段通常是在让大多数投资者舔舐伤口且情绪极度低落的市场下跌或崩盘之后。此时，只有少数极具洞察力的人才能够想象未来可能会有改善。

在第二阶段，经济、公司和市场都表现良好，且大多数人都认为情况确实在改善。

在第三阶段，经历一段经济消息都非常不错、企业盈利飙升以及股票大幅上升的期间后，每个人都认为事情只会变得更好。

重要的推论与经济或企业活动无关，它们往往与投资者的心理相关。这不是宏观世界发生了什么问题，而是人们如何看待事态发展的问题。当很少有人认为情况会好转的时候，证券价格定然不会反映多少乐观情绪。但是，当每个人都认为事情只会变得更好时，就很难找到价格合理之物。

泡沫以泡沫思维为标记。或者处于工作目的，我们应该说，泡沫和崩盘是极端事件导致人们失去客观性并通过高度扭曲的心理看待世界的时候——要么过于正面，要么过于负面。以下为金德尔伯格在《*疯狂、惊恐和崩溃*》（第一版）给出的说法：

……当企业或家庭看到其他人正在通过投机性买入并转售获利时，他们往往会跟随。当越来越多的企业和家庭沉溺于这些行为无法自拔，进而把在正常情况下会远离这种冒险行为的群体引入其中时，投机逐利会将正常而理性的行为引向所谓的“疯狂”或“泡沫”。“疯狂”一词**强调非理性**；“泡沫”则**预示着破裂**。（粗体部分表示强调）

在我看来，泡沫以投资心理走向极端为标记。正如金德尔伯格所指出，这可以从普遍参与当下的投资热潮中推断出来，尤其是在非金融人士中。传说，当约翰·皮尔庞特·摩根的擦鞋匠开始给他荐股时，就知道出了问题了。我的合伙人 John Frank 说，他在 2000 年就发现了这个问题，当时他在儿子的足球比赛现场听到父亲们吹嘘他们持有的科技股；然后在 2006 年听到一位拉斯维加斯出租车司机告诉他买了三套公寓时又看到了泡沫。马克·吐温曾言：“历史不会重复，却惊人地相似”，他说的就是这种情况。

全新的事物

如果泡沫思维是非理性的，那么是什么让投资者脱离理性思维，仿佛火箭飞船的推力突破重力的限制达到逃逸速度一般？答案很简单：**新鲜感**。这种现象依赖于另一个久负盛名的投资习语：“这次不一样”。

泡沫总是与新的事态发展有关。历史上的泡沫有：1960 年代的“漂亮五十”股票（下文将详细介绍）、1980 年代的磁盘驱动器公司、1990 年代末的 TMT/互联网股票和 2004-06 年的次级抵押贷款支持证券。这些相对近期的疯狂沿袭了以下更为古老的泡沫：(1)1630 年代荷兰对新近引进郁金香的狂热；以及(2)1720 年发生在英格兰的涉及到王室授予南海公司的贸易垄断特权下必然带来财富的南海泡沫。

在正常情况下，如果一个行业或一个国家的证券获得异常关注而出现高估值，投资领域的“历史学家”就常常指出，以往这些股票的溢价从未超过平均水平或类似指标的 x%。通过这种方式，**对历史的关注就像一根绳索，将受青睐的群体牢牢地系在地面上。**

但如果是新的事物，则意味着无史可查，那么投资热情就无从抑制了。毕竟，新事物由最聪明的人（出现在头条新闻和电视上的人）拥有并大赚特赚。谁又愿意向派对泼冷水或者不下场狂舞呢？

汉斯·克里斯汀·安徒生的故事《*皇帝的新衣*》往往能解释这个问题。骗子们向皇帝兜售一套声称只有聪明人才能看得见的华丽衣服，但实际上并没有衣服。当皇帝在城镇裸体巡游时，市民都不敢说他们没有看到衣服，因为这会让人觉得他们不聪明。这种情况一直持续下去，直到一个小男孩从人群中走出来，天真地指出皇帝没有穿衣服。大多数人宁愿接受一种让投资者赚大钱的共同错觉，也不愿说些相反的话，让自己看起来像个傻瓜。**当整个市场或一类证券被炒得沸沸扬扬，一个似是而非的想法正在让其信徒赚得盆满钵满时，很少有人会冒险揭穿它。**

我的战火洗礼

人们常说，所谓**经验，就是你没能获得你想要的东西时所得到的东西**，而我在职业生涯的初期就获得了对我影响最大的经验。读过我备忘录的人大多知道，我在 1969 年 9 月加入了第一国民城市银行（现为花旗银行）的股票研究部。和大多数所谓的“货币中心银行”一样，花旗主要投资于



“漂亮五十”——美国最好且发展最快的公司股票。投资者认为这些公司非常好，(1)断然不会发生任何不好之事，且(2)对他们的持股来说价格再高也不为过……

让投资者迷恋这些股票的因素有三个。第一，美国经济在二战后期间增长强劲。第二，这些股票参与了各个创新领域（如计算机、药品和消费品）并因此受益。第三，这些股票代表了第一波“成长股”，这是一种新的投资风格，其本身已成为一种时尚。“漂亮五十”是过去 40 年来的首个大型泡沫，而且由于太久没有出现泡沫，投资者已经忘记泡沫长什么样子了。由于这些股票在当时备受青睐，如果你在我开始工作的那天就买入这些股票，然后坚持持有五年，那么你将在美国最好的公司上亏损 90% 以上的资金……到底发生了什么？

“漂亮五十”被捧上了神坛，一旦从神坛上跌落，受伤的自然就是投资者了。整个股票市场在 1973-1974 年间下跌了大约一半。事实证明，这些股票的售价确实过高；大部分股票的市盈率从 60 到 90 的区间跌至 6 到 9 的区间（这便是轻松亏损 90% 的“方法”）。此外，确实有几家公司遇到基本面变差的情况。

在从业初期就能与真实的投资泡沫的接触促使我制定了一些原则，并指导我走过之后 50 多年的风风雨雨：

买什么不是重点，重点在于你为此付出了多少（价格）。

好的投资不在于买好的东西，而在于买得好。

不存在一种好到价格从来都不存在“高估”而风险的资产，也鲜有一种坏到价格从来都不存在“低估”机会的资产。

事情只会变得更好

我经历过的泡沫，如前所述，全都与创新有关，而大多创新要么被高估，要么未得到充分理解。一种新产品或营商之道通常会展现出显而易见的吸引力，但其中的陷阱和风险往往难以发现，甚至要到困难时期才会被发现。新的公司固然有可能完全超越其前辈，但在这一新领域缺乏经验的投资者往往无法理解，就算是前途光明的新公司也可能被取代。颠覆者也有可能被颠覆，要么被技高一筹的竞争者颠覆，要么被更先进的技术所颠覆。

在我事业生涯的前几十年，科技似乎是以渐进的方式发展。计算机、药品和其他创新产品则以平稳节奏前进。但进入 1990 年代，创新层出不穷。1995 年橡树资本成立时，我坚持认为，处理文字只能靠 WordPerfect 软件，电子表格只有 Lotus 1-2-3 软件。但是当我们在 1998 年搬到目前的办公室时，我认输了，并让 IT 团队安装了电子邮件系统和互联网浏览器（当然，WordPerfect 让位于 Word 以及 Lotus 1-2-3 让位于 Excel）。当时，投资者确信“互联网将改变世界”。看起来确实是这样，而该假设催生了对各种互联网相关事物的巨大需求。电子商务股以看似很高的价格挂牌上市，然后第一天就翻了三倍。随之而来的是一场真正的淘金热潮。

每一轮狂热和泡沫背后通常都潜藏着真理，只是这种合理性被过度放大了。显然，互联网确实改变了世界——事实上，我们无法想象一个没有互联网的世界。但是，绝大多数在 90 年代末的泡沫中狂飙的互联网和电子商务公司最终都变得一文不值。在我投资生涯早期的一次泡沫破裂期间，



《华尔街日报》会在头版刊登一个栏目，列出下跌幅度达 90% 的股票。在 TMT 泡沫后的一段时间里，那些公司的跌幅达到了 99%。

当某样事物被追捧至顶峰的时候，其跌落的风险会很高。当人们假设并预期事情只会变得更好时，意料之外的负面情况所造成的伤害将会刻骨铭心。在某样事物刚刚兴起时，竞争对手和颠覆性科技尚未浮现。可能其中确实存在优点，但如果被高估，价格就会变得过高，当大家认识到现实后，一切就烟消云散了。在现实世界中，树木是长不到天上去的。

上文集中讨论了高估基本面能力所带来的风险。但是对新事物蕴含的力量和潜力所持的乐观态度往往会导致这项事物被赋予过高的股票价值，从而让错误变得复杂。

- 如前所述，对于新事物，必然不存在可衡量适当估值的历史指标。
- 此外，这些公司的潜力尚未转化为稳定的利润，意味着所被估值之物仅为揣测。在 TMT 泡沫中，这些公司并无盈利，因此无市盈率可查。此外，作为初创公司，他们往往没有收入可供估值。因此，新指标应运而生，投资者盲目追捧“点击率”或“观看率”作为价值标准，而忽视这些指标是否能够真正转化为收入和利润。
- 由于泡沫参与者无法想象会有任何不利情况，他们所赋予的估值往往是针对假设取得成功的情况。
- 事实上，投资者认为某个新兴领域的所有竞争者都有可能成功，这种心态并不少见，但现实往往是，只有少数几家公司能够茁壮成长，甚至存活下来。
- 最后，投资者可能对极为热门的新事物采取我所说的“彩票心态”。如果在热门领域中，一家成功的初创公司能够提供 200 倍的回报，那么从数学上来讲，即使成功的概率只有 1%，也值得投资。那么，有什么投资会连 1% 的成功概率都没有呢？如果投资者如此想，他们支持的事物或他们愿意支付的价格就几乎没有上限。

显然，投资者会陷入竞逐买入新事物的泥潭中。这就是泡沫的来源。

光明未来的合理定价是多少？

如果有一家明年赚完 100 万美元就倒闭的公司待售，你会为这家公司支付多少钱？正确的答案是略低于 100 万美元，唯有如此，你的投资才能获得正回报。

但是，股票是按“市盈率”（即次年盈利的倍数）定价的。为什么？因为很有可能公司不会只盈利一年；公司将会在后续的很多年继续盈利。当你买入一只股票时，你买入的是该公司未来每年盈利的一部分。第二次世界大战后，标普 500 的平均市盈率约为 16 倍，即，也就是所谓“你正在为 16 年的盈利买单”。但实际上远不止于此，因为贴现算法使得未来 1 美元的利润价值低于今天的 1 美元。一家公司的当前价值若是其未来盈利的贴现现值的话，那么 16 倍市盈率实际意味着你正在为超过 20 年的盈利买单（取决于贴现未来盈利的利率）。

而且在泡沫时期，热门股票的市盈率远高于 16 倍。当年的“漂亮五十”的市盈率达 60 至 90 倍！就算他们真的将会如预期那样出现显著的盈利增长，但是 1969 年的投资者正是在为未来“几十年”的公司盈利买单。他们是有意识、有分析地这样做的吗？我记得并没有。投资者认为市盈率只是一个数字……如果他们真有想过市盈率的话。



如今标普指数的龙头公司在很多方面都远优于以往最好的公司。这些公司享有巨大的科技优势，并拥有庞大的规模，占主导地位的市场份额以及超越均值的盈利水平。此外，由于它们的产品更多是基于创意而非实体原材料，生产额外单位的边际成本很低，换言之，边际利润率非常高。

而且，如今的龙头公司的市盈率并没有漂亮五十那般高。在“美股七雄”中，最诱人的可能是人工智能芯片的领先设计商英伟达。该公司当前的未来市盈率仅为 30 出头，这取决于你采取哪一种盈利估计方法。虽然是战后标普 500 指数平均市盈率的两倍，但仍远低于漂亮五十。但是，30 倍市盈率意味着什么呢？第一，投资者认为英伟达将在未来几十年持续经营。第二，该公司的利润将在这几十年内持续增长。第三，该公司不会被竞争对手所取代。**换言之，投资者正在假设英伟达将能够持久长青。**

但是，持久长青不容易做到，特别是在新科技层出不穷、新竞争对手可能超越现有企业的高科技领域。举例而言，值得注意的是，如今还留在标普 500 的漂亮五十（漂亮五十仅援引维基百科所列举，并无公认名单）只有一半左右（该数字看起来无疑比现实更为糟糕，因为导致一些“老字号”消失的是并购活动，而非经营失败）。如今标普 500 中已经消失的 1969 年的龙头企业包括施乐、柯达、宝丽来、雅芳、伯勒斯、Digital Equipment 以及我最喜欢的 Simplicity Pattern（现在有多少人自己做衣服？）。

此外，从标普 500 的前二十大公司名字可见，持久长青到底有多难。根据 finhacker.cz 的数据，2000 年初，以下 20 家公司在指数中的占比最高：

微软	默克
通用电气	可口可乐
思科系统	宝洁
沃尔玛	美国国际集团
埃克森美孚	强生
英特尔	高通
花旗集团	百时美施贵宝
IBM	辉瑞制药
甲骨文	美国电话电报公司(AT&T)
家得宝	威瑞森

然而，2024 年年初，只有其中六家公司仍在前二十大之列：

微软	强生
沃尔玛	宝洁
埃克森美孚	家得宝

尤其，在如今的美股七雄中，只有微软是 24 年前的前二十大公司之一。

在泡沫期间，投资者愿意为龙头公司的高昂股票价格买单，他们认为这些龙头企业定然会几十年如一日地占据领先地位。但是，有些公司能做到，有些公司做不到。变化才是永恒不变的规则，而非持久长青。

整个市场

最大的泡沫通常发源于创新领域、而且多半与科技方面或金融方面的创新有关，最初只有一小部分股票受到影响。但有时会扩展到整个市场，因为对某一泡沫群体的狂热会蔓延到一切。

1990年代，在(1)利率从1980年代初对抗通货膨胀的峰值持续下降；及(2)投资者因70年代的惨痛经历而对股票丧失的热情重燃的推动下，标普500一路走高。科技创新和高科技公司的快速盈利增长也为市场的激昂情绪火上浇油。当时的学术研究还指出标普500从来没有出现过长时间跑输债券、现金和通货膨胀的情况，这进一步助推了股票受欢迎程度的上升态势。在上述积极因素的综合影响下，标普500指数在那十年实现了超过20%的年化回报率，这种时代是我前所未见的。

我经常说，在这个世界上，最大的风险莫过于认为没有风险。同样地，受股票从未长时间表现不佳的观察所引发的激烈买盘，导致股票价格上升至注定会出现这种情况的点位。在我看来，这是乔治·索罗斯的投资“反身性”在起作用。股票在TMT泡沫破裂时遭受重创，且标普500在2000年、2001年和2002年下跌，为自1939年大萧条以来的首次连续三年下跌。受这种糟糕表现影响，投资者争相抛售股票，导致标普500从2000年中泡沫见顶后，至2011年12月止逾十一年期间的累计回报率为零。

最近，我一直在重复沃伦·巴菲特的一句话：“当投资者忘记了企业利润的同比增长率约为7%的时候，他们往往会陷入麻烦”。这意味着，如果企业利润每年增长7%，而股票（代表企业利润的一部分）在一段时间内每年涨幅达20%，那么最终股票的市盈率将会过高，以至于产生风险。（我最近请教沃伦·巴菲特这句话的出处，而他告诉我，他从未说过这句话。但我认为这句话很棒，因此我一直引用。）

关键点在于，当股票上涨过快（相对发行企业的盈利增长不成比例）时，就不太可能持续升值。Michael Cembalest在另一张图表中阐明了这一点。该图表显示，在两年之前，标普500历史上只有四次连续两年的回报率达到或超过20%。在这四次（注意，这只是一个样本）中，指数有三次在接下来的两年中出现了回撤。（1995-1998年是个例外——强大的TMT泡沫将回撤推迟到2000年，而在接下来的三年里指数下撤了40%。）

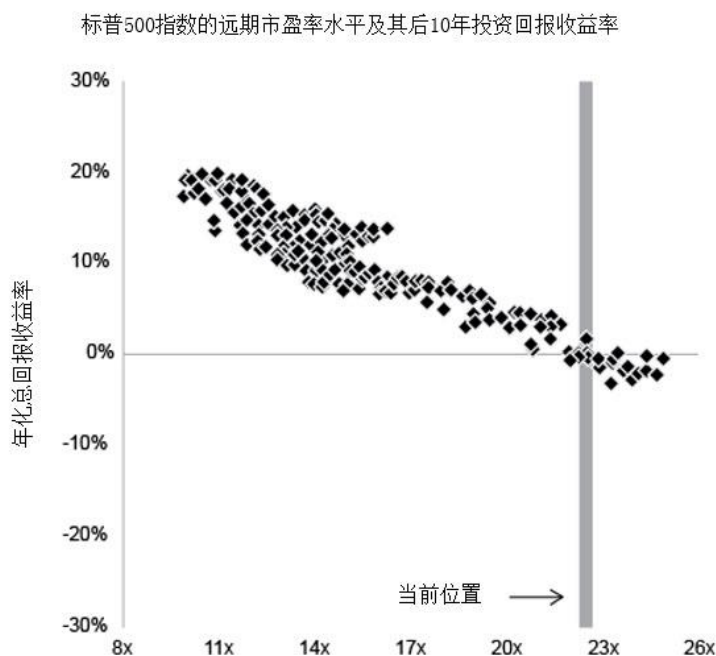
过去两年，这种情况第五次出现，标普500在2023年上升26%并在2024年上升25%，可谓是1997-1998年以来的最好两年期表现。然后我们进入了2025年。未来将如何？

如今出现的警示信号包括：

- 自2022年底以来充斥市场的乐观情绪；
- 标普500指数的估值高于平均水平，且大部分行业群组的市盈率高于世界其他地区同类产业中的公司的市盈率；
- 对人工智能这一新兴事物的热情，以及这种乐观心态可能会蔓延到其他高科技领域；
- 默认“美股七雄”将持续取得成功；以及
- 标普500指数的上涨部分源自指数投资者在没有考虑股票内在价值的情况下自动购买这些股票。

最后，我们来说说比特币，虽然它与股票并不直接相关。抛开比特币的优点不谈，比特币的价格在过去两年上升465%的事实显然不能成为投资者过于谨慎的作证。

正如我一直说的，我常常发现，就在我要发布备忘录的时候总会有事情发生，这次也不例外。在2024年的最后一天，我从两个来源收到了符合这一描述的东西：



这张来自摩根大通资产管理公司的图表，从1988年到2014年底的每个月观察一次并以方块表示，整张图324个月度观察值（27年 x 12）。每个方块代表当时标普500指数的远期市盈率以及随后十年的年化回报率。这张图发人深省：

- 期初估值与随后十年的年化回报率之间存在强烈关系。**较高的期初估值往往导致较低的回**报，反之亦然。虽然观察结果存在一些细微差异，但没有严重的例外情况。
- 今天的市盈率明显处于观察样本区间的最高十分位数。
- 在1988年至2014年的27年期间，当投资者以与今天相当的市盈率，即22倍，购买标普500指数时，他们往往只能获得介于正2%和负2%之间的十年回报率。

在11月，几家行业领先的银行发布了标普500指数未来十年的回报率预测，预测值处于中低个位数。上述市盈率估值与投资回报的关系是恰好是注解。**投资回报显著取决于投资支付的价格，这并不令人意外。因此，投资者显然不应对当下的股票市场估值漠不关心。**

你可能会说，“获得正负2%的年化回报并不是世界上最糟糕的事情”，如果股票价格在未来十年保持不变，而公司的盈利水平上升，那么市盈率就会从高估位置回到正常水平，话是没错。但另一种可能性也存在，那就是市盈率可能在一到两年内受到挤压，股票价格将出现大幅下跌，就像我们在1973-1974年和2000-2002年看到的那样。在这种情况下，结果真的很糟糕。

以上是需要担心的事情。接下来是反面论点：

- 标普 500 的市盈率很高，但并不离谱；
- “美股七雄”是令人惊叹的优质公司，这些公司的市盈率并不离谱；
- 我并未听到人们传出“价格再高也不为过”的言论；以及
- 市场虽然价格高企，或许还存在泡沫，但在我看来并不疯狂。

* * *

正如我在本备忘录开篇所说，我并非股票投资者，当然也不是科技方面的专家。因此，我无法就现在是否处于泡沫之中发表权威言论。我只想列出所见事实，并就如何看待这些事实提供建议…就像我 25 年前所做的那样。

我希望未来 25 年您还将继续阅读我的备忘录！

2025 年 1 月 2 日



重要法律信息和披露事项

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。

