

備忘錄： 致橡樹資本（Oaktree）客戶
發信人： 霍華德·馬克斯（Howard Marks）
主題： 再議泡沫

就在 25 年前的今天，我發表的備忘錄第一次收到了讀者回復（在此之前我已寫了將近 10 年的備忘錄，但從未收到任何回復）。那篇備忘錄名為《[網路科技泡沫](#)》，主題是我認為在科技股、互聯網股和電子商務股中正在發生的非理性的投資行為。該備忘錄有兩個可圈可點之處：它說對了，而且很快得到了印證。我在 1970 年代初學到的首個偉大投資格言之一是“過於超前與做錯，兩者很難區分”。就這篇備忘錄而言，顯然我並非太過超前。

這個里程碑式的周年紀念日再次勾起我探討泡沫的想法，而今，泡沫是一個非常吸睛的主題。眾所周知我是一名信用投資者，五十年前開始就不再涉獵股票分析，也未曾對科技領域有過深入研究，因此我也不會對如今的熱門公司及其股票品頭論足。我所有的觀察或許都是泛泛而談，但我仍希望這些觀察具有一定相關性。

* * *

在二十一世紀頭十年，投資者有機會參與，甚至因此蒙受損失，兩個巨大的泡沫。第一個是二十世紀 90 年代末興起並在千禧年年中破裂的科技、媒體及電信（“TMT”）泡沫；第二個在這段時期中間點產生的房地產泡沫。它導致了：(1)向無法或不願提供收入或資產證明的次級借款人發放房地產抵押貸款；(2)將這些貸款證券化為含有杠杆的、分層抵押支持證券，並最終導致(3)該類證券投資者，特別是創造了這些證券並持有其中部分的金融機構，蒙受了重大損失。顧及這些經歷，如今許多人都對泡沫高度警惕。我就經常被問到，標準普爾 500 股票指數和少數幾隻領漲的股票是否存在泡沫。

標普 500 的七大個股——即所謂的“**美股七雄**（“Magnificent Seven”）”——分別為蘋果、微軟、Alphabet（谷歌的母公司）、亞馬遜、英偉達、Meta（Facebook、WhatsApp 和 Instagram 的所有者）和特斯拉。這些股票的表現有目共睹，無需我多言。概括來說，在過去幾年裡少數幾檔股票主導了標普 500 的走勢，並在其漲幅中佔據極高的比例。摩根資產管理首席策略師 Michael Cembalest 的一張圖表顯示：

- 截至 2024 年 10 月底，標普 500 七大成分股的市值占該指數總市值的 32-33%；
- 該比例約為五年前龍頭股占比的兩倍；以及
- 在“**美股七雄**”興起之前，過去 28 年中前七大個股的最高占比是 2000 年正值 TMT 泡沫高潮時的約 22%。

同樣值得注意的是，根據 Michael Cembalest 的另一張圖表，截至 2024 年 11 月底，美國股票在 MSCI 世界指數中所占比重超過 70%，為自 1970 年以來的最高水準。因此，明顯可見(1)與其他地區的公司相比，美國公司的價值很高；及(2)前七大美股的市值高於其餘美股。**但這就是泡沫嗎？**

何謂泡沫？

投資術語日新月異。如今橡樹資本的年輕同事使用了很多我也需借助“翻譯”才能理解的投資術語。但是，自從我投身投資事業以來，“泡沫”和“崩盤”這兩個金融詞彙就一直如影隨形，我想在未來的幾代人它們也會一直存在。如今，主流媒體廣泛使用它們，人們似乎認為它們可以被客觀地定義。但在我看來，**泡沫或崩盤與其說是一種量化計算，不如說是一種心理狀態。**

我認為，泡沫不僅反映股價的快速上漲，而且是一種具有以下特徵的暫時性狂熱，或者更貼切的說，是由以下原因引起的暫時性狂熱：

- 高度非理性繁榮（借用前美聯儲主席艾倫·格林斯潘的話），
- 對標的公司或資產的徹底崇拜，以及篤信不能錯過，
- 踏空的巨大恐懼（“FOMO，錯失恐懼症”），以及
- 因而確信這些股票“價格再高也不為過”。

“價格再高也不為過”尤其讓我印象深刻。當你無法想像論據中的任何缺陷，並害怕你的同事/高爾夫球伴/姐夫/競爭對手將持有你並不持有的資產時，你就很難得出結論說你不應該以某個價格購買。正如查理斯·金德爾伯格和羅伯特·阿利伯在《*瘋狂、驚恐和崩潰——金融危機史*》（第五版）中所指出，“沒有比看到自己的朋友變有錢，更能影響思考與判斷的”。

所以，要辨別泡沫，投資者雖然可以觀察估值參數，但我一直認為心理診斷更為有效。每當我聽到“價格再高也不為過”或類似說法（更嚴謹的投資者可能會說：“當然會有價格過高的時候，但我們還沒到那一步”）時，我就認為這是泡沫正在醞釀的明確信號。

大約五十年前，一位長者送了一句我最喜歡的格言。我多次在備忘錄裡提過這句格言，但在我看來，提及得再頻繁都不為過。那就是“牛市的三個階段”：

第一階段通常是在讓大多數投資者舔舐傷口且情緒極度低落的市場下跌或崩盤之後。此時，只有少數極具洞察力的人才能夠想像未來可能會有改善。

在第二階段，經濟、公司和市場都表現良好，且大多數人都認為情況確實在改善。

在第三階段，經歷一段經濟消息都非常不錯、企業盈利飆升以及股票大幅上升的期間後，每個人都認為事情只會變得更好。

重要的推論與經濟或企業活動無關，它們往往與投資者的心理相關。這不是宏觀世界發生了什麼的問題，而是人們如何看待事態發展的問題。當很少有人認為情況會好轉的時候，證券價格定然不會反映多少樂觀情緒。但是，當每個人都認為事情只會變得更好時，就很難找到價格合理之物。

泡沫以泡沫思維為標記。或者處於工作目的，我們應該說，泡沫和崩盤是極端事件導致人們失去客觀性並通過高度扭曲的心理看待世界的時候——要麼過於正面，要麼過於負面。以下為金德爾伯格在《*瘋狂、驚恐和崩潰*》（第一版）給出的說法：



……當企業或家庭看到其他人正在通過投機性買入並轉售獲利時，他們往往會跟隨。當越來越多的企業和家庭沉溺于這些行為無法自拔，進而把在正常情況下會遠離這種冒險行為的群體引入其中時，投機逐利會將正常而理性的行為引向所謂的“瘋狂”或“泡沫”。“瘋狂”一詞強調非理性；“泡沫”則預示著破裂。（粗體部分表示強調）

在我看來，泡沫以投資心理走向極端為標記。正如金德爾伯格所指出，這可以從普遍參與當下的投資熱潮中推斷出來，尤其是在非金融人士中。傳說，當約翰·皮爾龐特·摩根的擦鞋匠開始給他薦股時，就知道出了問題了。我的合夥人 John Frank 說，他在 2000 年就發現了這個問題，當時他在兒子的足球比賽現場聽到父親們吹噓他們持有的科技股；然後在 2006 年聽到一位拉斯維加斯計程車司機告訴他買了三套公寓時又看到了泡沫。馬克·吐溫曾言：“歷史不會重複，卻驚人地相似”，他說的就是這種情況。

全新的事物

如果泡沫思維是非理性的，那麼是什麼讓投資者脫離理性思維，仿佛火箭飛船的推力突破重力的限制達到逃逸速度一般？答案很簡單：**新鮮感**。這種現象依賴於另一個久負盛名的投資習語：“這次不一樣”。

泡沫總是與新的事態發展有關。歷史上的泡沫有：1960 年代的“漂亮五十”股票（下文將詳細介紹）、1980 年代的磁碟機公司、1990 年代末的 TMT/互聯網股票和 2004-06 年的次級抵押貸款支持證券。這些相對近期的瘋狂沿襲了以下更為古老的泡沫：(1)1630 年代荷蘭對新近引進鬱金香的狂熱；以及(2)1720 年發生在英格蘭的涉及到王室授予南海公司的貿易壟斷特權下必然帶來財富的南海泡沫。

在正常情況下，如果一個行業或一個國家的證券獲得異常關注而出現高估值，投資領域的“歷史學家”就常常指出，以往這些股票的溢價從未超過平均水準或類似指標的 x%。通過這種方式，對歷史的關注就像一根繩索，將受青睞的群體牢牢地系在地面上。

但如果是新的事物，則意味著無史可查，那麼投資熱情就無從抑制了。畢竟，新事物由最聰明的人（出現在頭條新聞和電視上的人）擁有並大賺特賺。誰又願意向派對潑冷水或者不下場狂舞呢？

漢斯·克裡斯汀·安徒生的故事《皇帝的新衣》往往能解釋這個問題。騙子們向皇帝兜售一套聲稱只有聰明人才能看得見的華麗衣服，但實際上並沒有衣服。當皇帝在城鎮裸體巡遊時，市民都不敢說他們沒有看到衣服，因為這會讓人覺得他們不聰明。這種情況一直持續下去，直到一個小男孩從人群中走出來，天真地指出皇帝沒有穿衣服。大多數人寧願接受一種讓投資者賺大錢的共同錯覺，也不願說些相反的話，讓自己看起來像個傻瓜。當整個市場或一類證券被炒得沸沸揚揚，一個似是而非的想法正在讓其信徒賺得盆滿鉢滿時，很少有人會冒險揭穿它。

我的戰火洗禮

人們常說，所謂經驗，就是你沒能獲得你想要的東西時所得到的東西，而我在職業生涯的初期就獲得了對我影響最大的經驗。讀過我備忘錄的人大多知道，我在 1969 年 9 月加入了第一國民城市銀行（現為花旗銀行）的股票研究部。和大多數所謂的“貨幣中心銀行”一樣，花旗主要投資於



“漂亮五十”——美國最好且發展最快的公司股票。投資者認為這些公司非常好，(1)斷然不會發生任何不好之事，且(2)對他們的持股來說價格再高也不為過……

讓投資者迷戀這些股票的因素有三個。第一，美國經濟在二戰後期間增長強勁。第二，這些股票參與了各個創新領域（如電腦、藥品和消費品）並因此受益。第三，這些股票代表了第一波“成長股”，這是一種新的投資風格，其本身已成為一種時尚。“漂亮五十”是過去 40 年來的首個大型泡沫，而且由於太久沒有出現泡沫，投資者已經忘記泡沫長什麼樣子了。由於這些股票在當時備受青睞，如果你在我開始工作的那天就買入這些股票，然後堅持持有五年，那麼你將在美國最好的公司上虧損 90% 以上的資金……到底發生了什麼？

“漂亮五十”被捧上了神壇，一旦從神壇上跌落，受傷的自然是投資者了。整個股票市場在 1973-1974 年間下跌了大約一半。事實證明，這些股票的售價確實過高；大部分股票的市盈率從 60 到 90 的區間跌至 6 到 9 的區間（這便是輕鬆虧損 90% 的“方法”）。此外，確實有幾家公司遇到基本面變差的情況。

在從業初期就能與真實的投資泡沫的接觸促使我制定了一些原則，並指導我走過之後 50 多年的風風雨雨：

買什麼不是重點，重點在於你為此付出了多少（價格）。

好的投資不在於買好的東西，而在於買得好。

不存在一種好到價格從來都不存在“高估”而風險的資產，也鮮有一種壞到價格從來都不存在“低估”機會的資產。

事情只會變得更好

我經歷過的泡沫，如前所述，全都與創新有關，而大多創新要麼被高估，要麼未得到充分理解。一種新產品或營商之道通常會展現出顯而易見的吸引力，但其中的陷阱和風險往往難以發現，甚至要到困難時期才會被發現。新的公司固然有可能完全超越其前輩，但在這一新領域缺乏經驗的投資者往往無法理解，就算是前途光明的新公司也可能會被取代。顛覆者也有可能被顛覆，要麼被技勝一籌的競爭者顛覆，要麼被更先進的技術所顛覆。

在我事業生涯的前幾十年，科技似乎是以漸進的方式發展。電腦、藥品和其他創新產品則以平穩節奏前進。但進入 1990 年代，創新層出不窮。1995 年橡樹資本成立時，我堅持認為，處理文字只能靠 WordPerfect 軟體，試算表只有 Lotus 1-2-3 軟體。但是當我們在 1998 年搬到目前的辦公室時，我認輸了，並讓 IT 團隊安裝了電子郵件系統和互聯網瀏覽器（當然，WordPerfect 讓位於 Word 以及 Lotus 1-2-3 讓位於 Excel）。當時，投資者確信“互聯網將改變世界”。看起來確實是這樣，而該假設催生了對各種互聯網相關事物的巨大需求。電子商務股以看似很高的價格掛牌上市，然後第一天就翻了三倍。隨之而來的是一場真正的淘金熱潮。

每一輪狂熱和泡沫背後通常都潛藏著真理，只是這種合理性被過度放大了。顯然，互聯網確實改變了世界——事實上，我們無法想像一個沒有互聯網的世界。但是，絕大多數在 90 年代末的泡沫中狂飆的互聯網和電子商務公司最終都變得一文不值。在我投資生涯早期的一次泡沫破裂期間，



《華爾街日報》會在頭版刊登一個欄目，列出下跌幅度達 90% 的股票。在 TMT 泡沫後的一段時間裡，那些公司的跌幅達到了 99%。

當某樣事物被追捧至頂峰的時候，其跌落的風險會很高。當人們假設並預期事情只會變得更好時，意料之外的負面情況所造成的傷害將會刻骨銘心。在某樣事物剛剛興起時，競爭對手和顛覆性科技尚未浮現。可能其中確實存在優點，但如果被高估，價格就會變得過高，當大家認識到現實後，一切就煙消雲散了。在現實世界中，樹木是長不到天上去的。

上文集中討論了高估基本面能力所帶來的風險。但是對新事物蘊含的力量和潛力所持的樂觀態度往往會導致這項事物被賦予過高的股票價值，從而讓錯誤變得複雜。

- 如前所述，對於新事物，必然不存在可衡量適當估值的歷史指標。
- 此外，這些公司的潛力尚未轉化為穩定的利潤，意味著所被估價之物僅為揣測。在 TMT 泡沫中，這些公司並無盈利，因此無市盈率可查。此外，作為初創公司，他們往往沒有收入可供估值。因此，新指標應運而生，投資者盲目追捧“點擊率”或“觀看率”作為價值標準，而忽視這些指標是否能夠真正轉化為收入和利潤。
- 由於泡沫參與者無法想像會有任何不利情況，他們所賦予的估值往往是針對假設取得成功的情況。
- 事實上，投資者認為某個新興領域的所有競爭者都有可能成功，這種心態並不少見，但現實往往是，只有少數幾家公司能夠茁壯成長，甚至存活下來。
- 最後，投資者可能對極為熱門的新事物採取我所說的“彩票心態”。如果在熱門領域中，一家成功的初創公司能夠提供 200 倍的回報，那麼從數學上來講，即使成功的概率只有 1%，也值得投資。那麼，有什麼投資會連 1% 的成功概率都沒有呢？如果投資者如此想，他們支持的事物或他們願意支付的價格就幾乎沒有上限。

顯然，投資者會陷入競逐買入新事物的泥潭中。這就是泡沫的來源。

光明未來的合理定價是多少？

如果有一家明年賺完 100 萬美元就倒閉的公司待售，你會為這家公司支付多少錢？正確的答案是略低於 100 萬美元，唯有如此，你的投資才能獲得正回報。

但是，股票是按“市盈率”（即次年盈利的倍數）定價的。為什麼？因為很有可能公司不會只盈利一年；公司將會在後續的很多年繼續盈利。當你買入一檔股票時，你買入的是該公司未來每年盈利的一部分。第二次世界大戰後，標普 500 的平均市盈率約為 16 倍，即，也就是所謂“你正在為 16 年的盈利買單”。但實際上遠不止於此，因為貼現演算法使得未來 1 美元的利潤價值低於今天的 1 美元。一家公司的當前價值若是其未來盈利的貼現現值的話，那麼 16 倍市盈率實際意味著你正在為超過 20 年的盈利買單（取決於貼現未來盈利的利率）。

而且在泡沫時期，熱門股票的市盈率遠高於 16 倍。當年的“漂亮五十”的市盈率達 60 至 90 倍！就算他們真的將會如預期那樣出現顯著的盈利增長，但是 1969 年的投資者正是在為未來“幾十年”的公司盈利買單。他們是有意識、有分析地這樣做的嗎？我記得並沒有。投資者認為市盈率只是一個數字…如果他們真有想過市盈率的話。



如今標普指數的龍頭公司在很多方面都遠優於以往最好的公司。這些公司享有巨大的科技優勢，並擁有龐大的規模，占主導地位的市場份額以及超越均值的盈利水準。此外，由於它們的產品更多是基於創意而非實體原材料，生產額外單位的邊際成本很低，換言之，邊際利潤率非常高。

而且，如今的龍頭公司的市盈率並沒有漂亮五十那般高。在“美股七雄”中，最誘人的可能是人工智慧晶片的領先設計商英偉達。該公司當前的未來市盈率僅為 30 出頭，這取決於你採取哪一種盈利估計方法。雖然是戰後標普 500 指數平均市盈率的兩倍，但仍遠低於漂亮五十。但是，30 倍市盈率意味著什麼呢？第一，投資者認為英偉達將在未來幾十年持續經營。第二，該公司的利潤將在這幾十年內持續增長。第三，該公司不會被競爭對手所取代。**換言之，投資者正在假設英偉達將能夠持久長青。**

但是，持久長青不容易做到，特別是在新科技層出不窮、新競爭對手可能超越現有企業的高科技領域。舉例而言，值得注意的是，如今還留在標普 500 的漂亮五十（漂亮五十僅援引維琪百科所列舉，並無公認名單）只有一半左右（該數字看起來無疑比現實更為糟糕，因為導致一些“老字號大小”消失的是並購活動，而非經營失敗）。如今標普 500 中已經消失的 1969 年的龍頭企業包括施樂、柯達、寶麗來、雅芳、伯勒斯、Digital Equipment 以及我最喜歡的 Simplicity Pattern（現在有多少人自己做衣服？）。

此外，從標普 500 的前二十大公司名字可見，持久長青到底有多難。根據 finhacker.cz 的資料，2000 年初，以下 20 家公司在指數中的占比最高：

微軟	默克
通用電氣	可口可樂
思科系統	寶潔
沃爾瑪	美國國際集團
埃克森美孚	強生
英特爾	高通
花旗集團	百時美施貴寶
IBM	輝瑞製藥
甲骨文	美國電話電報公司(AT&T)
家得寶	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：

微軟	強生
沃爾瑪	寶潔
埃克森美孚	家得寶

尤其，在如今的美股七雄中，只有微軟是 24 年前的前二十大公司之一。

在泡沫期間，投資者願意為龍頭公司的高昂股票價格買單，他們認為這些龍頭企業定然會幾十年如一日地佔據領先地位。但是，有些公司能做到，有些公司做不到。變化才是永恆不變的規則，而非持久長青。



整個市場

最大的泡沫通常發源于創新領域、而且多半與科技方面或金融方面的創新有關，最初只有一小部分股票受到影響。但有時會擴展到整個市場，因為對某一泡沫群體的狂熱會蔓延到一切。

1990 年代，在(1)利率從 1980 年代初對抗通貨膨脹的峰值持續下降；及(2)投資者因 70 年代的慘痛經歷而對股票喪失的熱情重燃的推動下，標普 500 一路走高。科技創新和高科技公司的快速盈利增長也為市場的激昂情緒火上澆油。當時的學術研究還指出標普 500 從來沒有出現過長時間跑輸債券、現金和通貨膨脹的情況，這進一步助推了股票受歡迎程度的上升態勢。在上述積極因素的綜合影響下，標普 500 指數在那十年實現了超過 20% 的年化回報率，這種時代是我前所未見的。

我經常說，在這個世界上，最大的風險莫過於認為沒有風險。**同樣地，受股票從未長時間表現不佳的觀察所引發的激烈買盤，導致股票價格上升至註定會出現這種情況的點位元。**在我看來，這是喬治·索羅斯的投資“反身性”在起作用。股票在 TMT 泡沫破裂時遭受重創，且標普 500 在 2000 年、2001 年和 2002 年下跌，為自 1939 年大蕭條以來的首次連續三年下跌。**受這種糟糕表現影響，投資者爭相拋售股票，導致標普 500 從 2000 年中泡沫見頂後，至 2011 年 12 月止逾十一年期間的累計回報率為零。**

最近，我一直在重複沃倫·巴菲特的一句話：“當投資者忘記了企業利潤的年增長率約為 7% 的時候，他們往往會陷入麻煩”。這意味著，如果企業利潤每年增長 7%，而股票（代表企業利潤的一部分）在一段時間內每年漲幅達 20%，那麼最終股票的市盈率將會過高，以至於產生風險。（我最近請教沃倫·巴菲特這句話的出處，而他告訴我，他從未說過這句話。但我認為這句話很棒，因此我一直引用。）

關鍵點在於，當股票上漲過快（相對發行企業的盈利增長不成比例）時，就不太可能持續升值。Michael Cembalest 在另一張圖表中闡明了這一點。該圖表顯示，在兩年之前，標普 500 歷史上只有四次連續兩年的回報率達到或超過 20%。在這四次（注意，這只是一個小樣本）中，指數有三次在接下來的兩年中出現了回撤。（1995-1998 年是個例外——強大的 TMT 泡沫將回撤推遲到 2000 年，而在接下來的三年裡指數下撤了 40%。）

過去兩年，這種情況第五次出現，標普 500 在 2023 年上升 26% 並在 2024 年上升 25%，可謂是 1997-1998 年以來的最好兩年期表現。然後我們進入了 2025 年。未來將如何？

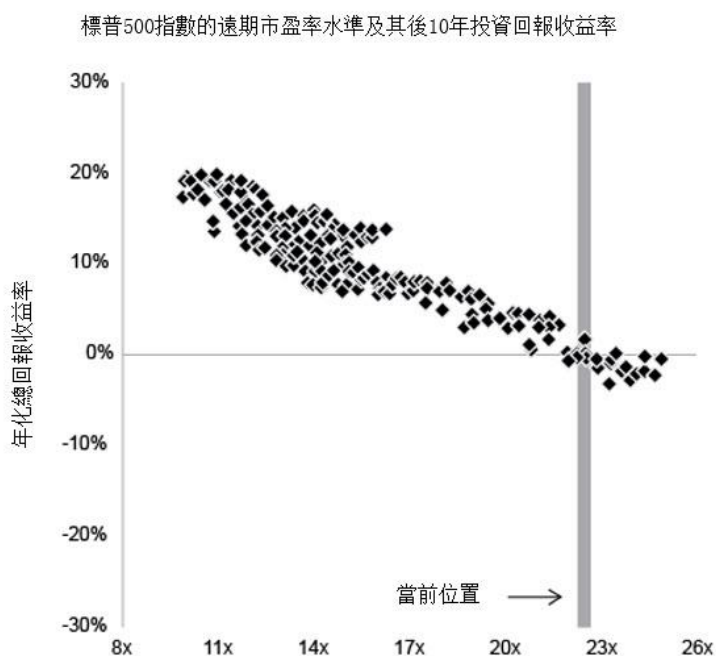
如今出現的警示信號包括：

- 自 2022 年底以來充斥市場的樂觀情緒；
- 標普 500 指數的估值高於平均水準，且大部分行業群組的市盈率高於世界其他地區同類產業中的公司的市盈率；
- 對人工智慧這一新興事物的熱情，以及這種樂觀心態可能會蔓延到其他高科技領域；
- 默認“美股七雄”將持續取得成功；以及
- 標普 500 指數的上漲部分源自指數投資者在沒有考慮股票內在價值的情況下自動購買這些股票。

最後，我們來說說比特幣，雖然它與股票並不直接相關。拋開比特幣的優點不談，比特幣的價格在過去兩年上升 465% 的事實顯然不能成為投資者過於謹慎的作證。



正如我一直說的，我常常發現，就在我要發佈備忘錄的時候總會有事情發生，這次也不例外。在 2024 年的最後一天，我從兩個來源收到了符合這一描述的東西：



這張來自摩根大通資產管理公司的圖表，從 1988 年到 2014 年底的每個月觀察一次並以方塊表示，整張圖 324 個月度觀察值（27 年 x 12）。每個方塊代表當時標普 500 指數的遠期市盈率以及隨後十年的年化回報率。這張圖發人深省：

- 期初估值與隨後十年的年化回報率之間存在強烈關係。**較高的期初估值往往導致較低的回報，反之亦然。**雖然觀察結果存在一些細微差異，但沒有嚴重的例外情況。
- 今天的市盈率明顯處於觀察樣本區間的最高十分位元數。
- 在 1988 年至 2014 年的 27 年期間，當投資者以與今天相當的市盈率，即 22 倍，購買標普 500 指數時，他們往往只能獲得介於正 2%和負 2%之間的十年回報率。

在 11 月，幾家行業領先的銀行發佈了標普 500 指數未來十年的回報率預測，預測值處於中低個位數。上述市盈率估值與投資回報的關係是恰好是注解。**投資回報顯著取決於投資支付的價格，這並不令人意外。因此，投資者顯然不應對當下的股票市場估值漠不關心。**

你可能會說，“獲得正負 2%的年化回報並不是世界上最糟糕的事情”，如果股票價格在未來十年保持不變，而公司的盈利水準上升，那麼市盈率就會從高估位置回到正常水準，話是沒錯。但另一種可能性也存在，那就是市盈率可能在一到兩年內受到擠壓，股票價格將出現大幅下跌，就像我們在 1973-1974 年和 2000-2002 年看到的那樣。在這種情況下，結果真的很糟糕。

以上是需要擔心的事情。接下來是反面論點：



- 標普 500 的市盈率很高，但並不離譜；
- “美股七雄”是令人驚歎的優質公司，這些公司的市盈率並不離譜；
- 我並未聽到人們傳出“價格再高也不為過”的言論；以及
- 市場雖然價格高企，或許還存在泡沫，但在我看來並不瘋狂。

* * *

正如我在本備忘錄開篇所說，我並非股票投資者，當然也不是科技方面的專家。因此，我無法就現在是否處於泡沫之中發表權威言論。我只想列出所見事實，並就如何看待這些事實提供建議…就像我 25 年前所做的那樣。

我希望未來 25 年您還將繼續閱讀我的備忘錄！

2025 年 1 月 2 日



重要法律資訊和披露事項

本材料表達作者截止至所示日期的觀點，該等觀點可能隨時發生變化，恕不另行通知。橡樹無責任或義務更新本材料所載資訊。此外，橡樹並未陳述過往投資表現是未來業績的指標，閣下亦不得作出此等假設。實際上但凡有獲利之機會，亦有損失之可能。

本材料僅供參考且不得被用於任何其他目的。本材料所載資訊不構成亦不得被釋為在任何司法管轄區要約提供諮詢顧問服務或要約銷售或招攬購買任何證券或相關金融工具。本材料所載部分涉及經濟趨勢和業績的資料乃基於或取自獨立協力廠商來源提供的資料。Oaktree Capital Management, L.P.（“橡樹”）相信取得資料的來源可靠，但無法保證該資料的準確性，也並未獨立核實該資料或根據該資料作出的假設的準確性或完整性。

未經橡樹事先書面同意，不得以任何方式複印、複製、重刊或發佈本材料（包括本材料所載資訊）的全部或任何部分。

在本材料或其部分內容為中文的範圍內，該等中文譯稿僅供參考，且若中文譯稿和英文文稿之間存在任何差異，概以英文文稿為準。Oaktree Capital (Hong Kong) Limited 可提供本材料的英文文本。橡樹、其聯屬公司或其各自的任何管理人員、合夥人、員工、關聯方、股東或代理人均 (i) 不對本材料譯稿的任何不準確、錯誤或遺漏之處承擔任何責任，且 (ii) 無任何義務在發現譯稿任何不準確、錯誤或遺漏之時通知任何收件人。

