

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： 价值演算

7月28日，我搭乘一架没有Wi-Fi的飞机飞往南美洲，无法接收邮件，也没有娱乐活动。我还能做什么呢？只能动笔撰写备忘录。有趣的是，我在飞行途中写下的内容恰好解答了飞机着陆后客户向我提出的许多问题，所以撰写的这些内容对我很有帮助。希望这篇备忘录也能对诸位读者有所裨益。

* * *

今年1月2日是我发布备忘录《[网络科技泡沫](#)》（[bubble.com](#)）的25周年纪念日，正是这篇备忘录让我的作品崭露头角，作为纪念，我发表了另一篇名为《[再议泡沫](#)》（[On Bubble Watch](#)）的备忘录。虽然标题可能引起读者的担忧，但我的主要结论是，当时美国股市偏高的估值未必意味着存在泡沫，主要是因为我并未发现我认为与泡沫相关的极端投资者心理。我的说法是，证券价格“虽高，但并不疯狂”。由于自那以来的七个月里发生了很多事情，现在是时候更新我对资产价值的看法了。

在进入正题之前，预先说明我谈论的是投资的普遍情况。我的具体参考对象是美国公开发行的企业证券：股票和债券，因为两者定期按市值计价，并且是我最关注的资产。但由于投资者对某一组资产的行为以及由此产生的价格变动会影响其他资产和其他市场，而这些行为在很大程度上源于投资者心理，且投资者心理具有高度传染性，我认为我的观点可能也适用于其他资产类别、公私募资产，以及可能适用于美国以外的市场。

首先，我将阐述我认为投资价值的来源及其评估方法。我记得之前从未以这种形式做过类似的阐述。这个话题很宽泛，但我会尽量简明扼要。

价值

投资资产——如股票、债券、公司及房产——具有价值，有时被称为“内在价值”：资产在某一特定时间点的“价值”。这种价值是主观的。它无法在任何地方被确切地找到（据我所知，即使是人工智能（AI）也不行），而且不同观点对其认定存在差异。

在我看来，资产的价值来自其“基本面”。以公司为例，其基本面所涵盖的内容非常广泛。其中包括公司当前的盈利、未来盈利能力、未来盈利的稳定性或波动性、各组成资产的市场价值、管理层的能力、开发新产品的潜力、竞争格局、资产负债表的稳健程度以及将影响公司未来的诸多其他因素。**最终，资产的基本面共同构成了该资产的盈利能力，而盈利能力正是其价值的来源。**

一家公司可能拥有土地、房产、机械、车辆和自然资源（如矿产或森林），甚至还可能拥有能够利用水力或太阳能（显然这些资源本身并不属于该公司）发电的设施。这些是有形资产，通常存在市场及可变现的价格。但一家公司也可能拥有无形资产，例如专利、商业机密、专有技术、研究能力、声誉和形象、人才、管理技能和文化。其中部分资产可能具有可转让性和可销售性，另一些则不然。

上述所有资产都具备单独盈利的能力，其共同构成了公司的整体盈利能力。一家公司的盈利能力大部分情况下超过其各项资产的盈利能力的总和。整合单项资产，以最大化公司的整体盈利能力是管理层的首要职责。一旦成功，就能产生协同效应，即通过巧妙地整合各项事物而获益。

但并非所有资产都具备我所定义的盈利能力，因此并非所有资产都具有可计算的投资价值。我将盈利能力描述为通过拥有和运营一项资产所能赚得的钱——也就是说，我将单纯持有一项资产并最终出售该资产所可能获得的收益排除在外。钻戒、画作或老爷车并不会为其所有者产生收益（除非将其出租或收取参观费用）。由于这一原因，其经济潜力完全来自于出售获利的可能性。这类资产的买家可能期望以更高的价格出售给其他人……即使事实上该资产在持有期间不会产生盈利。我认为不产生且未来也没有潜力产生经营现金流的资产不具备盈利能力，使其无法被客观地、具有分析性地或进行内在价值的评估。（请参阅我 2010 年关于黄金的备忘录，[《闪闪发光的不都是金子》\(All That Glitters\)](#)）。

部分盈利能力是即期的，体现为当前收益，反映在当年财务报表中：即当前资产在现有配置和当前条件下所产生的收益。另有部分的盈利能力体现为一种盈利潜力：例如，当前持有的自然资源在未来的开发中将带来的收益，或公司员工利用其知识产权所开发的新产品将产生的收益。结果将取决于未来的环境，而环境又将受到公司管理层、竞争对手、客户、政府甚至投资者所作决策的影响。

资产可以有形的，也可以是无形的，资产的盈利能力可以在当前及未来产生高于或低于当前水平的收益。资产的当前盈利，加上其在未来产生盈利的能力，共同构成其核心基本面。一些投资者注重以合理价格收购当前盈利能力，而另一些投资者则愿意押注于他们所预见的盈利能力增长潜力。无论如何，我认为审慎地投资必须基于对资产当前及未来盈利能力的分析。一旦投资者确定其内在价值，便可据此确定“正确”的价格，从而在未来获取不俗回报。

价格

虽然价值可能显得抽象且难以捉摸，但价格是具体的，是为获得某物所支付的金额。最终，如上所述，成功的投资源于准确评估价值并以合理价格买入。

如上所述，一项资产的基本面由多个方面构成。但最终都可归结为资产的盈利能力，而盈利能力正是其价值的来源。在 20 世纪 60 年代末，我在芝加哥大学商学院学到的是，资产的合理价格是其未来现金流或盈利的折现值。您可能会提出异议：上文列举的所有其他事物——例如公司的厂房设备、知识产权、管理层乃至企业声誉——就没有价值吗？所有这些事物的价值皆源于其能够对公司盈利能力作出贡献，因此被纳入盈利计算之中。

证券分析师的关键职责就是做出盈利预测。随后，必须根据这些预测得出公允的价格。在芝加哥大学，折现过程是纯粹的数学计算：将未来每年的盈利除以 $(1+r)^n$ ，其中 r 代表相应的折现率， n 为该盈利距离当前的年份数，然后将各年度的计算结果相加。但在现实世界中，价格的形成遵循另一套折现逻辑，更多依赖于人们对资产及其盈利能力的主观判断与态度。

这就是资产价格的本质：投资者对其基本价值所形成的共识。根据价值投资之父，同时也是沃伦·巴菲特在哥伦比亚大学的老师，本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）的观点，市场价格每日由投资者通过买入或卖出的方式“投票”决定。一些投资者认为某公司的产品线稳固

且管理有方，而另一些投资者则认为该公司僵化过时。一些投资者认为另一家公司前景诱人、契合未来趋势，而其他投资者认为它是高风险的投机标的。投资者的这些态度转化成了资产价格。

这正是市场博弈的拉锯所在。在我看来，针对每一项资产，乐观主义者与悲观主义者每天都在交锋。市场给出的报价是“通用汽车的股票价格为 52 美元”。乐观主义者认为它值 58 美元，自然乐意在 52 美元买入。由于悲观主义者认为它只值 46 美元，也愿意以 52 美元的价格出售给买家，交易就此达成。但有时，某一方的观点会占据上风。如果认为它值 58 美元的人多于认为值 46 美元的人，那么愿意以 52 美元买入的人就会多于愿意以 52 美元卖出的人，因此推动价格升至 53 美元，甚至 54 美元，依此类推。

一方或另一方观点占据上风即会影响通用汽车的价格，同样也能牵动整个市场。有时，市场投资者的整体情绪积极，意味着投资者乐观、轻信盲从、错失恐惧症（FOMO），且风险承受意愿强烈。有时情绪消极，表现为悲观、怀疑、恐惧损失，且过度规避风险。在现实世界中，事态总在“相当好”与“没有那么好”之间波动，而投资者认为，事态能在“完美无瑕”与“绝望透顶”之间大起大落。

当大多数投资者持乐观态度时，他们会推高价格，甚至可能使价格超过价值。当悲观主义者占据主流时，他们会导致价格下跌，甚至可能使价格低于价值。因此，当某一方的投资者心理占据上风——取代有效市场假说所依据的理性和客观性——可能会催生出该假说认为不可能存在的价值洼地或估值泡沫。投资者对此应保持警惕。

孤立地看待资产价格没有任何意义。就像你无法仅凭 4 万美元的标价来判断一辆汽车是否划算，你还需要去了解决定一辆汽车市场价值的因素：品牌、型号、车龄、行驶里程和车况。投资亦是如此；重要的是资产价格与价值之间的关系。投资者将这种关系称为资产的“估值”。

价格与价值的相互作用

如果以合理价格（或更低价格）购入一项资产，其当前盈利可在持有期间为投资者带来良好的投资回报，而盈利能力的提升则可进一步增加当前收益，从而提升资产价值并提高其未来出售价格。因此，投资者在投资中获得诱人回报的能力，在很大程度上取决于其是否准确评估了投资的基本面，并为这些基本面支付了适当的价格。

从长远来看，投资的成功很大程度上取决于买家对该资产盈利能力的判断是否正确。然而，资产的当前盈利能力和对其未来盈利能力的看法通常并不会逐月甚至逐年发生太大变化。因此，短期投资表现有可能主要源于投资者愿意为该资产所支付价格的变化。这使得价格成为那些主要关注短期所得的人的首要考虑因素。

价值应被认为对价格产生“磁性”影响。如果价格高于价值，未来的价格走势更有可能是下跌而非上涨。而如果价格低于价值，未来的价格走势更有可能是上涨而非下跌。然而，就短期而言，价格可朝相对于价值的任何方向移动。这是因为，在任何特定时刻，资产的价格主要由投资者心理决定，而投资者心理往往具有非理性且高度不可预测性的特征。因此，尽管当前价格与内在价值之间的关系应朝着预期方向发展，但最多只能期望其在长期内如此。

“更有可能”是上述段落中的重点。被低估的资产可能长期处于低位，甚至继续下跌，正如被高估的资产可能会被继续高估，然后极度高估，最后疯狂高估。正是价格能够达到极端水平

的能力导致了泡沫和崩盘。如果价格在刚刚超过价值时就停止上涨，我们就不会出现持续的牛市和泡沫（以及随之而来的崩盘），反之亦然。

那些押注于价格会朝着价值方向移动的人们（我们称之为“回归”），如果不具备足够的承受力，就可能会被出局。这就是为什么约翰·梅纳德·凯恩斯（John Maynard Keynes）说：“市场保持非理性状态的时间可能比你保持不破产的时间更长。”从理论上讲，**预期价格会向价值靠拢而非进一步偏离价值是合理的，甚至可以押注这种情况会发生，但押重注它会很快发生则是不明智且可能危险的。**

正如本杰明·格雷厄姆所说，市场在短期内是一台投票机，反映资产的受欢迎程度。但长期而言，它是一台称重机，评估资产的价值。**因此，我们可以从“价值演算”的角度来思考，我认为这种思路完全合乎逻辑，几乎具有数学性...除了一个事实，即这种思路被那些并不具备这种思维方式的人所应用：**

- 价值是您的投资所得，价格则是您为此付出的代价。
- 好的投资是价格与价值相匹配的投资。
- 由于投资者心理的波动特质，资产价格的波幅远超其基本面价值的变动。
- 因此，大多数价格变动反映的是投资者心理的变化，而非基本价值的变化。
- 由于心理因素在资产定价中发挥着关键作用，为了解价格相对于价值的位置，投资者应该尝试评估主流心理，而不是仅仅考虑量化估值参数。
- **价格与价值的关系预计将极大影响未来的投资表现，高估值预示着后续低回报，反之亦然。**
- **但除非着眼于长期，否则务必不要指望这种关系会产生预想的效果。**

当资产的价格处于“公允”水平（无论如何评估）时，投资者有理由期望获得的回报与所承担的风险相称，与其他资产的经风险调整后回报保持一致。但所谓的“主动型投资者”会通过深入研究公司和市场，精心挑选资产并不断调整资产配置——而客户之所以聘请主动型管理人并支付管理费用，正是期望获得超出所承担风险水平的回报，从而超越其他投资者所享有的经风险调整后回报。（根据投资理论，投资者可以通过被动投资稳定获得公允或平均水平的回报，而无需支付主动管理费用。但主动型投资者想要得到更高回报。）**哪些条件可能会带来主动型投资者渴望的优厚经风险调整后回报？**

- 投资者的共识并未充分理解该资产的当前价值。
- 市场价格低于该资产的当前价值。
- 该资产的价值增长超过了投资者的预期，通常是因为其盈利能力出现了意料之外的提升。
- 该资产在投资者中变得愈发受欢迎，导致其价格出现与价值变化无关的上涨。

可能存在其他可能性，但我认为上述条件已较为详尽。当然，与上述相反方向的发展可能会导致经风险调整后回报较低，甚至为负。

在不具备上述条件中一项或多项的情况下，没有理由预期投资能带来优异的回报。即使这些条件存在，投资者也不应期望获得优异成果，除非他们具备识别这些条件的卓越洞察力。简言之，可以将回报视为来源于（一）价值的变化和（二）价格与价值之间关系的变化，而那些获得优异回报的人，就是那些比其他人更好的预见这些变化的人。

投资者如何看待价格与价值？

当收看财经电视节目或阅读报纸或投资出版物中有关市场的文章时，您看到的大部分内容都与价格有关，或与价格与价值之间的关系有关。观众观看这些内容并非为了了解这家公司有多好，或者它在 2045 年的盈利能力如何。而是想看到股票价格在短期内会上涨还是下跌（也就是说，他们真正关心的是，短期回报相对于风险而言是否公平，相对于其他资产的经风险调整后回报处于何种水平）。当然，归根结底，这主要与价格 / 价值有关。那么，这种关系现在处于何种状态？

就像许多由大量定性和定量成分组成的事物一样，公司的基本面不能通过算法概括或简化为单一数字。评估公司基本面需要判断力。例如，如果一家公司的价值是多变量的且难以量化的，那么显然很难评估其在某个时间点的价格公平性。

权益投资者应对这一挑战主要通过（通常几乎完全）关注股票的市盈率（P/E），即公司股价与其普通股的每股收益之比。计算一只股票的市盈率或股票市场或指数的平均市盈率很容易，从而得知当前市盈率与其他股票或其他时间点的市盈率相比如何。根据区分某家公司与其他公司（基于当前盈利以外的基本面因素）或区分当前与过去的因素来检查市盈率基准的偏离情况，投资者就能根据这些考量因素得出结论，该资产定价过高、定价合理还是定价过低。当然，仅根据如股票市盈率这样的单一指标来作出投资决策，会导致决策过于简化，从而可能出错。

了解最新动态

现在，我们可以开始具象化最新的情况了。2025 年开局，我们处于什么位置？

- 标普 500 指数是美国股市最受关注的晴雨表。直至去年年底，其远期市盈率（价格与未来一年预计盈利之比）约为 23，显著高于历史平均水平。
- 当时，摩根大通发布了一张图表，其显示在 1987 年至 2014 年期间（唯一有远期市盈率及相应十年期回报率数据的时期），如果以未来一年每股盈利 23 倍的价格买入标普 500 指数，那么随后十年的年化回报率**每次**均在正 2% 至负 2% 之间。如果市盈率具有参考意义，那么这对标普 500 指数而言预示着不太乐观的局面。
- 我在 1 月份的备忘录中总结道，这虽令人担忧，但并不构成威胁，主要原因仍是我认为伴随或引发大多数泡沫的暂时性狂热或“非理性繁荣”并未出现。

但那是当时的情况。自那以后发生了什么？

今年第一季度，美国股市跌幅高达 10%，其中科技股权重较高的纳斯达克综合指数跌幅最大。这主要是由于经济和企业表现平平，通胀温和但仍高于预期，以及市场可能对估值水平和美国能否保持其全球首选投资目的地的地位感到担忧。

随后，在 4 月 2 日，美国总统特朗普宣布对进口商品加征关税，税率和征税范围均远超预期。投资者很快据此断定这一关税政策可能会导致通胀加速、经济增长放缓、世界各国和投资者对美国的投资意向降低。这一论断导致标普 500 指数大幅下跌，较 2024 年底的水平低了 15%。简言之，投资者认定基本面前景受损，并根据较弱的基本面相应下调股票价格。债券投资者也做出了反应，要求 10 年期国债收益率升至 4.5%，而就在关税宣布前这一数值仅略高于 4%。



债券收益率上升意味着债券价格下跌，债券投资者的意思很明确，他们认为风险有所上升，因此需要增加风险补偿。

但标普 500 指数自 4 月 8 日的低点开始，截至昨日已上涨 29%，年初至今的涨幅为 9%。这在很大程度上似乎是一场“释压性反弹”，因为贸易协议的最后期限延长和 / 或关税低于 4 月份宣布的水平，并且关税加剧通胀的情况尚未显现。简言之，迄今为止的关税形势并没有最初宣布时所担忧的那么糟糕。投资者可能还受到以下因素的鼓舞：对盈利增长的预期；已通过的税收和支出法案（其中包含对企业的优惠待遇）；多个国家在贸易协议中承诺在美国进行投资；以及人工智能有潜力增强公司的盈利能力。

我们应如何评价如今的价格 / 价值演算？

- 在 2024 年底和关税政策宣布之前，标普 500 指数均处于高估值水平。
- 经济前景——以及公司多年盈利能力的可能性，或许不如关税公布前那么乐观，不过也没有市场最初担忧的那么糟糕。通胀上升问题仍令人担忧。
- 由于通胀上升的风险，美联储可能不会如投资者所期望的提早降息以刺激经济。
- 美国政府正在推进与多国签订贸易和关税协议，但似乎全球都将美国视作不那么可靠的盟友和伙伴，部分投资者可能因此认为应当降低对美国资产的配置权重。倘若这些投资者付诸实践，可能引发资产的净出售和 / 或未来需求的下降。
- 美国的财政赤字和国家债务问题未见改善的迹象，世界各国对此问题的担忧似乎有所加剧。
- 然而，整体经济前景可能有所减弱，美国股价却在上涨。尽管企业的预期盈利会增加，但股价涨幅更大。因此，无论今年开局情况如何，如今美国股市的价值主张似乎都不如去年年底那般具吸引力——即便当时的吸引力也并不突出。

投资者的行为指标以及由此产生的价格 / 价值关系是什么？

- 标普 500 指数的较高市盈率是估值乐观的主要依据。
- 据《金融时报》（7 月 25 日）报道，“根据彭博社数据，当前标普 500 指数成分股的市值是其（公司）销售额的 3.3 倍以上，创历史新高。”
- 同一篇《金融时报》文章中写道：“巴克莱‘股市狂热指标’（衍生工具流动、波幅和情绪的综合指标）已飙升至正常水平的两倍，进入与资产泡沫相关的区间。”
- 沃伦·巴菲特青睐的指标——美股总市值与美国 GDP 之比——也处于历史高位。尤其值得注意的是，美股市值一直受到限制，因为如今企业更倾向于延迟上市，而且许多公司已经通过收购实现私有化。因此，这一高企的指标可能比表象更令人不安。
- 目前 10 年期美国国债收益率与标普 500 指数股息率之间的关系表明，从历史水平来看，后者估值处于高位。
- 所谓的“模因股（meme stocks）”近期引起高度关注，“模因股”即受到线上散户投资者追捧的股票，这些投资者未必会从上述价值逻辑出发进行判断。许多此类股票的价格乍看之下似乎较低，但让人不由怀疑其买家是否充分了解其基本面，因为其中一些公司的基本面似乎较为疲软。
- 息差——投资者为获取更高的收益率，放弃国债的安全性转而购买企业债券所要求的额外收益率——正接近历史低点，并且低于我在 3 月份撰写备忘录 [《信用探秘》（Gimme Credit）](#) 时的水平。这同样意味着投资者的风险容忍度升高，因而也是市场估值处于高位的又一信号。

关于标普 500 指数估值的延伸讨论：2023 年至 2024 年，该指数的两年期总回报率惊人地高达 58%，这一涨幅中有一半以上要归功于七只股票的出色表现，即所谓的“美股七雄”——苹果、微软、Alphabet（谷歌的母公司）、亚马逊、Meta Platforms（Facebook 的母公司）、英伟达和特斯拉。这七家都是顶尖的公司，其中一些是有史以来最好的公司，而这七只股票的市值总额已占标普 500 指数总市值的三分之一，令人震惊。（请注意，我并不自称是股票或科技股领域的专家。）

由于这些公司处于领先地位，其股票估值过高，投资者普遍认为，这些公司的高估值是标普 500 指数平均市盈率异常高的原因。实际上，这些公司的市盈率平均约为 33。这当然是一个高于平均水平的数字，但考虑到这些公司的卓越产品、巨大的市场份额、高增的利润率和强大的竞争壁垒，我认为这一估值并不离谱。（1969 年我刚入职第一花旗银行（First National City Bank）时，该银行持有的许多“漂亮 50”（Nifty-Fifty）股票的市盈率在 60 到 90 之间。那是真高！）相反，我认为正是该指数中除“美股七雄”之外 493 家公司的平均市盈率达 22——远高于标普 500 指数 15 左右的历史平均水平，才导致该指数的整体估值如此之高，甚至可能令人担忧。

为何在我认为的经济净负面展望下，资产价格却如此强劲？考虑到大多数观察人士认为关税将加剧通胀、拖累经济增长、并削弱投资者对美国作为首选投资目的地的认可度，标普 500 指数为何能自 4 月 1 日（即宣布关税政策前一天）以来的四个多月内上涨 14%？以下是我的解释：

- 投资者天性乐观。投资者必须是乐观的，才会将自己的钱交给别人，期望未来获得更多回报。股票投资者尤其如此，我认为他们的乐观主义根深蒂固。
- 当投资者处于乐观情绪时，他们有能力正向地解读不明朗的事态发展，而忽视负面因素。
- 上一次持续的市场回调于 2009 年初结束，也就是说距离上一次承担风险受到严重惩罚，且“逢低买入”没有得到回报，已经 16 年有余。这意味着 35 岁以下的人（无论是专业投资者还是业余投资者），都从未经历过长期的熊市。更为年长的投资者经历过一次或多次，但随着时间的推移，有些人可能会产生一种虚假的安全感。
- 尽管美国可能仍拥有全世界最优质的投资基本面，但部分投资者可能没有意识到基本面可能不如以往。
- 为维持牛市，经常会出现合理化的解释。最近出现了“TACO（Trump Always Chickens Out）”一词，意思是“特朗普总是临阵退缩”。这一词指，特朗普带来的最大威胁——以及由此引发部分投资者最为担忧的事情——不会成为现实。
- 鉴于多年来市场一直表现良好，如今投资者似乎更多地受到错失恐惧症（FOMO）所驱使，而非担忧市场处于高位并可能导致低回报甚至亏损。
- 最后，当然，推动当前资产价格的投资者群体对基本面前景的看法可能比我更为乐观。

演算的结果是什么？在我看来，基本面整体上不及七个月前，但与此同时，资产价格相对于盈利处于高位，高于 2024 年底的水平，且估值相对于历史水平也处于高位。大多数牛市都建立在运转良好的经济基础之上，再叠加一系列积极因素的共同作用。如今我观察到的积极因素包括以下几点：

- 近期市场、高端房地产和加密货币上涨所带来的积极心理和“财富效应”，
- 大多数投资者认为，的确不存在可替代美国市场的其他选择，以及
- 当下的新事物——人工智能备受市场追捧。

这些因素能够激发投资者的想象力，助推牛市行情，而当前其似乎正发挥着这样的作用。

* * *

去年我读到约翰·斯图亚特·穆勒（John Stuart Mill）的一句名言（1859年）：“只了解自己一方观点的人，对整个问题知之甚少。”换言之，如果你不熟悉那些和你立场相反的观点，就无法真正评估自身立场的合理性。因此，我无法在不阐述问题另一面的情况下，负责任地提出自己的观点。

在每一个强劲上涨的市场中，都会出现对高估值的合理解释：即所谓的“看涨理由”。如果这种解释不存在，资产价格就不会达到当前水平。通常，这种论调会是“这次不一样”的变体。以下是当前的版本：

如上所述，市盈率本质上是通过对未来盈利进行折现计算所得的结果。进行此类计算并确定估值的主要输入参数包括假定的盈利增长率、可持续性以及投资资本回报率。与过去相比，当前标普 500 指数的成分股愈发由以下类型的公司组成：（一）增长速度更快，（二）周期性更弱，（三）增长所需的增量资本更少，从而能够产生更多自由现金流，以及（四）拥有更强的竞争优势或“护城河”。因此，它们理应获得高于平均水平的市盈率。

这一解释完全合乎情理，所列因素确实可能与以往不同。正如约翰·邓普顿爵士（Sir John Templeton）所言，他是我所知的第一位谈论“这次不一样”陷阱的人。在他看来，约 20% 的情况确实如此；而如今我敢打赌这一比例已超 20%。

因此，一方面，“这次不一样”是牛市中反复出现的陈词滥调，应受到审视；但另一方面，普通投资者与卓越投资者之间的差距就在于后者能识别出情况确实有所不同。我无法判断这两种担忧中哪一种在今天更具合理性。但投资者应牢记以下三点：

- 人工智能及其相关发展极有可能改变世界格局，
- 对于某些公司而言，情况可能确实“不一样”——那些真正具备上述因素并能展现我在《再议泡沫》中所描述的“持续长青”的公司，但同时
- 在面对绝大多数“新事物”时，投资者往往将太多公司（且常常是错误的公司）视为可能成功的对象。

* * *

估值过高的存在永远无法被证明，而且也没有理由认为上述条件意味着股市会在短期内出现回调。然而，综合来看，这些因素告诉我，当前股市已从“高位”转向“令人担忧”。

投资者应如何应对？我根据从激进到防守的不同程度考虑战术行动，当估值较高时，我会考虑采取更具防御性的措施。在我和我的妻子南希（Nancy）喜欢看的动作片中，不时上演五角大楼宣布进入戒备状态的戏码。随着危险等级上升，戒备状态从 5 级戒备（DEFCON 5）升级到 1 级戒备（DEFCON 1），1 级戒备表示正实施或即将实施核打击。同样，面对高于平均水平的市场估值和乐观的投资者行为，我认为应逐步采用以下投资戒备等级（INVESTCONs）：

6. 停止买入
5. 减少激进性持仓，并增加防御性持仓
4. 抛售剩余的激进性持仓
3. 同样削减防御性持仓
2. 清掉所有持仓
1. 做空

在我看来，一般很难出现明确的市场信号表明投资者需实施第 3 级、2 级或 1 级投资戒备等级。因为“估值过高”从来不等同于“必定很快下跌”，所以采取如此极端的措施往往是不明智的。我知道我从未如此。但我毫不怀疑现在是时候该执行第 5 级投资戒备等级了。如果你减持价格处于历史高位的资产，转而买入看似更加安全的资产，那么即便市场在一段时间内继续走高，带来的损失也可能相对较小……无论如何不至于让你彻夜难眠。

当然，我必须指出，信用投资通常比股票更加安全，因此非常适合在我所描述的环境下作为防御性资产。息差窄意味着，从历史角度来看，如今的信用资产的相对回报水平相较于“无风险资产”的回报水平而言并不丰厚（详情请参阅备忘录 [《信用探秘》](#)）。但从绝对值来看，如今的信用资产回报相当可观，与股票的历史回报相比具有竞争力，而且得到发行人支付利息和偿还本金的合约承诺的支持，这一点是股票所不具备的。

2025 年 8 月 13 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。

