

備忘錄： 致橡樹資本（Oaktree）的客戶  
發信人： 霍華德·馬克斯（Howard Marks）  
主題： 價值演算

---

7月28日，我搭乘一架沒有Wi-Fi的飛機飛往南美洲，無法接收郵件，也沒有娛樂活動。我還能做什麼呢？只能動筆撰寫備忘錄。有趣的是，我在飛行途中寫下的內容恰好解答了飛機著陸後客戶向我提出的許多問題，所以撰寫的這些內容對我很有說明。希望這篇備忘錄也能對諸位讀者有所裨益。

\* \* \*

今年1月2日是我發佈備忘錄《[網路科技泡沫](#)》（[bubble.com](#)）的25周年紀念日，正是這篇備忘錄讓我的作品嶄露頭角，作為紀念，我發表了另一篇名為《[再議泡沫](#)》（[On Bubble Watch](#)）的備忘錄。雖然標題可能引起讀者的擔憂，但我的主要結論是，當時美國股市偏高的估值未必意味著存在泡沫，主要是因為我並未發現我認為與泡沫相關的極端投資者心理。我的說法是，證券價格“雖高，但並不瘋狂”。由於自那以來的七個月裡發生了很多事情，現在是時候更新我對資產價值的看法了。

在進入正題之前，預先說明我談論的是投資的普遍情況。我的具體參考對象是美國公開發行的企業證券：股票和債券，因為兩者定期按市值計價，並且是我最關注的資產。但由於投資者對某一組資產的行為以及由此產生的價格變動會影響其他資產和其他市場，而這些行為在很大程度上源於投資者心理，且投資者心理具有高度傳染性，我認為我的觀點可能也適用於其他資產類別、公私募資產，以及可能適用於美國以外的市場。

首先，我將闡述我認為投資價值的來源及其評估方法。我記得之前從未以這種形式做過類似的闡述。這個話題很寬泛，但我會儘量簡明扼要。

## 價值

**投資資產——如股票、債券、公司及房產——具有價值，有時被稱為“內在價值”：**資產在某一特定時間點的“價值”。這種價值是主觀的。它無法在任何地方被確切地找到（據我所知，即使是人工智慧（AI）也不行），而且不同觀點對其認定存在差異。

在我看來，資產的價值來自其“基本面”。以公司為例，其基本面所涵蓋的內容非常廣泛。其中包括公司當前的盈利、未來盈利能力、未來盈利的穩定性或波動性、各組成資產的市場價值、管理層的能力、開發新產品的潛力、競爭格局、資產負債表的穩健程度以及將影響公司未來的諸多其他因素。**最終，資產的基本面共同構成了該資產的盈利能力，而盈利能力正是其價值的來源。**

一家公司可能擁有土地、房產、機械、車輛和自然資源（如礦產或森林），甚至還可能擁有能夠利用水力或太陽能（顯然這些資源本身並不屬於該公司）發電的設施。這些是有形資產，通常存在市場及可變現的價格。但一家公司也可能擁有無形資產，例如專利、商業機密、專有技術、研究能力、聲譽和形象、人才、管理技能和文化。其中部分資產可能具有可轉讓性和可銷售性，另一些則不然。

上述所有資產都具備單獨盈利的能力，其共同構成了公司的整體盈利能力。一家公司的盈利能力大部分情況下超過其各項資產的盈利能力的總和。整合單項資產，以最大化公司的整體盈利能力是管理層的首要職責。一旦成功，就能產生協同效應，即通過巧妙地整合各項事物而獲益。

但並非所有資產都具備我所定義的盈利能力，因此並非所有資產都具有可計算的投資價值。我將盈利能力描述為通過擁有和運營一項資產所能賺得的錢——也就是說，我將單純持有一項資產並最終出售該資產所可能獲得的收益排除在外。鑽戒、畫作或老爺車並不會為其所有者產生收益（除非將其出租或收取參觀費用）。由於這一原因，其經濟潛力完全來自於出售獲利的可能性。這類資產的買家可能期望以更高的價格出售給其他人……即使事實上該資產在持有期間不會產生盈利。我認為不產生且未來也沒有潛力產生經營現金流的資產不具備盈利能力，使其無法被客觀地、具有分析性地或進行內在價值的評估。（請參閱我 2010 年關於黃金的備忘錄，[《閃閃發光的不都是金子》\(All That Glitters\)](#)）。

部分盈利能力是即期的，體現為當前收益，反映在當年財務報表中：即當前資產在現有配置和當前條件下所產生的收益。另有部分的盈利能力體現為一種盈利潛力：例如，當前持有的自然資源在未來的開發中將帶來的收益，或公司員工利用其智慧財產權所開發的新產品將產生的收益。結果將取決於未來的環境，而環境又將受到公司管理層、競爭對手、客戶、政府甚至投資者所作決策的影響。

資產可以有形的，也可以是無形的，資產的盈利能力可以在當前及未來產生高於或低於當前水準的收益。資產的當前盈利，加上其在未來產生盈利的能力，共同構成其核心基本面。一些投資者注重以合理價格收購當前盈利能力，而另一些投資者則願意押注於他們所預見的盈利能力增長潛力。無論如何，我認為審慎地投資必須基於對資產當前及未來盈利能力的分析。一旦投資者確定其內在價值，便可據此確定“正確”的價格，從而在未來獲取不俗回報。

## 價格

雖然價值可能顯得抽象且難以捉摸，但價格是具體的，是為獲得某物所支付的金額。最終，如上所述，成功的投資源於準確評估價值並以合理價格買入。

如上所述，一項資產的基本面由多個方面構成。但最終都可歸結為資產的盈利能力，而盈利能力正是其價值的來源。在 20 世紀 60 年代末，我在芝加哥大學商學院學到的是，資產的合理價格是其未來現金流或盈利的折現值。您可能會提出異議：上文列舉的所有其他事物——例如公司的廠房設備、智慧財產權、管理層乃至企業聲譽——就沒有價值嗎？所有這些事物的價值皆源於其能夠對公司盈利能力作出貢獻，因此被納入盈利計算之中。

證券分析師的關鍵職責就是做出盈利預測。隨後，必須根據這些預測得出公允的價格。在芝加哥大學，折現過程是純粹的數學計算：將未來每年的盈利除以  $(1+r)^n$ ，其中  $r$  代表相應的折現率， $n$  為該盈利距離當前的年份數，然後將各年度的計算結果相加。但在現實世界中，價格的形成遵循另一套折現邏輯，更多依賴於人們對資產及其盈利能力的主觀判斷與態度。

這就是資產價格的本質：投資者對其基本價值所形成的共識。根據價值投資之父，同時也是沃倫·巴菲特在哥倫比亞大學的老師，本傑明·格雷厄姆（Benjamin Graham）的觀點，市場價格每日由投資者通過買入或賣出的方式“投票”決定。一些投資者認為某公司的產品線穩固

且管理有方，而另一些投資者則認為該公司僵化過時。一些投資者認為另一家公司前景誘人、契合未來趨勢，而其他投資者認為它是高風險的投機標的。投資者的這些態度轉化成了資產價格。

這正是市場博弈的拉鋸所在。在我看來，針對每一項資產，樂觀主義者與悲觀主義者每天都在交鋒。市場給出的報價是“通用汽車的股票價格為 52 美元”。樂觀主義者認為它值 58 美元，自然樂意在 52 美元買入。由於悲觀主義者認為它只值 46 美元，也願意以 52 美元的價格出售給買家，交易就此達成。但有時，某一方的觀點會佔據上風。如果認為它值 58 美元的人多於認為值 46 美元的人，那麼願意以 52 美元買入的人就會多於願意以 52 美元賣出的人，因此推動價格升至 53 美元，甚至 54 美元，依此類推。

一方或另一方觀點佔據上風即會影響通用汽車的價格，同樣也能牽動整個市場。有時，市場投資者的整體情緒積極，意味著投資者樂觀、輕信盲從、錯失恐懼症（FOMO），且風險承受意願強烈。有時情緒消極，表現為悲觀、懷疑、恐懼損失，且過度規避風險。在現實世界中，事態總在“相當好”與“沒有那麼好”之間波動，而投資者認為，事態能在“完美無瑕”與“絕望透頂”之間大起大落。

**當大多數投資者持樂觀態度時，他們會推高價格，甚至可能使價格超過價值。當悲觀主義者佔據主流時，他們會導致價格下跌，甚至可能使價格低於價值。**因此，當某一方的投資者心理佔據上風——取代有效市場假說所依據的理性和客觀性——可能會催生出該假說認為不可能存在的價值窪地或估值泡沫。投資者對此應保持警惕。

孤立地看待資產價格沒有任何意義。就像你無法僅憑 4 萬美元的標價來判斷一輛汽車是否划算，你還需要去瞭解決定一輛汽車市場價值的因素：品牌、型號、車齡、行駛里程和車況。投資亦是如此；重要的是資產價格與價值之間的關係。投資者將這種關係稱為資產的“估值”。

### 價格與價值的相互作用

如果以合理價格（或更低價格）購入一項資產，其當前盈利可在持有期間為投資者帶來良好的投資回報，而盈利能力的提升則可進一步增加當前收益，從而提升資產價值並提高其未來出售價格。因此，投資者在投資中獲得誘人回報的能力，在很大程度上取決於其是否準確評估了投資的基本面，並為這些基本面支付了適當的價格。

從長遠來看，投資的成功很大程度上取決於買家對該資產盈利能力的判斷是否正確。然而，資產的當前盈利能力和對其未來盈利能力的看法通常並不會逐月甚至逐年發生太大變化。因此，短期投資表現有可能主要源于投資者願意為該資產所支付價格的變化。這使得價格成為那些主要關注短期所得的人的首要考慮因素。

價值應被認為對價格產生“磁性”影響。如果價格高於價值，未來的價格走勢更有可能是下跌而非上漲。而如果價格低於價值，未來的價格走勢更有可能是上漲而非下跌。然而，就短期而言，價格可朝相對於價值的任何方向移動。這是因為，在任何特定時刻，資產的價格主要由投資者心理決定，而投資者心理往往具有非理性且高度不可預測性的特徵。因此，儘管當前價格與內在價值之間的關係應朝著預期方向發展，但最多只能期望其在長期內如此。

**“更有可能”是上述段落中的重點。**被低估的資產可能長期處於低位，甚至繼續下跌，正如被高估的資產可能會被繼續高估，然後極度高估，最後瘋狂高估。正是價格能夠達到極端水準的能力導致了泡沫和崩盤。如果價格在剛剛超過價值時就停止上漲，我們就不會出現持續的牛市和泡沫（以及隨之而來的崩盤），反之亦然。

那些押注於價格會朝著價值方向移動的人們（我們稱之為“回歸”），如果不具備足夠的承受力，就可能被迫出局。這就是為什麼約翰·梅納德·凱恩斯（John Maynard Keynes）說：“市場保持非理性狀態的時間可能比你保持不破產的時間更長。”從理論上講，**預期價格會向價值靠攏而非進一步偏離價值是合理的，甚至可以押注這種情況會發生，但押重注它會很快發生則是不明智且可能危險的。**

正如本傑明·格雷厄姆所說，市場在短期內是一台投票機，反映資產的受歡迎程度。但長期而言，它是一台稱重機，評估資產的價值。因此，我們可以從“價值演算”的角度來思考，我認為這種思路完全合乎邏輯，幾乎具有數學性...除了一個事實，即這種思路被那些並不具備這種思維方式的人所應用：

- 價值是您的投資所得，價格則是您為此付出的代價。
- 好的投資是價格與價值相匹配的投資。
- 由於投資者心理的波動特質，資產價格的波幅遠超其基本面價值的變動。
- 因此，大多數價格變動反映的是投資者心理的變化，而非基本價值的變化。
- 由於心理因素在資產定價中發揮著關鍵作用，為瞭解價格相對於價值的位置，投資者應該嘗試評估主流心理，而不是僅僅考慮量化估值參數。
- **價格與價值的關係預計將極大影響未來的投資表現，高估值預示著後續低回報，反之亦然。**
- **但除非著眼於長期，否則務必不要指望這種關係會產生預想的效果。**

當資產的價格處於“公允”水準（無論如何評估）時，投資者有理由期望獲得的回報與所承擔的風險相稱，與其他資產的經風險調整後回報保持一致。但所謂的“主動型投資者”會通過深入研究公司和市場，精心挑選資產並不斷調整資產配置——而客戶之所以聘請主動型管理人並支付管理費用，正是期望獲得超出所承擔風險水準的回報，從而超越其他投資者所享有的經風險調整後回報。（根據投資理論，投資者可以通過被動投資穩定獲得公允或平均水準的回報，而無需支付主動管理費用。但主動型投資者想要得到更高回報。）**哪些條件可能會帶來主動型投資者渴望的優厚經風險調整後回報？**

- 投資者的共識並未充分理解該資產的當前價值。
- 市場價格低於該資產的當前價值。
- 該資產的價值增長超過了投資者的預期，通常是因為其盈利能力出現了意料之外的提升。
- 該資產在投資者中變得愈發受歡迎，導致其價格出現與價值變化無關的上漲。

可能存在其他可能性，但我認為上述條件已較為詳盡。當然，與上述相反方向的發展可能會導致經風險調整後回報較低，甚至為負。

在不具備上述條件中一項或多項的情況下，沒有理由預期投資能帶來優異的回報。即使這些條件存在，投資者也不應期望獲得優異成果，除非他們具備識別這些條件的卓越洞察力。簡

言之，可以將回報視為來源於（一）價值的變化和（二）價格與價值之間關係的變化，而那些獲得優異回報的人，就是那些比其他人更好的預見這些變化的人。

### 投資者如何看待價格與價值？

當收看財經電視節目或閱讀報紙或投資出版物中有關市場的文章時，您看到的大部分內容都與價格有關，或與價格與價值之間的關係有關。觀眾觀看這些內容並非為了瞭解這家公司有多好，或者它在 2045 年的盈利能力如何。而是想看到股票價格在短期內會上漲還是下跌（也就是說，他們真正關心的是，短期回報相對於風險而言是否公平，相對於其他資產的經風險調整後回報處於何種水準）。當然，歸根結底，這主要與價格 / 價值有關。那麼，這種關係現在處於何種狀態？

就像許多由大量定性和定量成分組成的事物一樣，公司的基本面不能通過演算法概括或簡化為單一數位。評估公司基本面需要判斷力。例如，如果一家公司的價值是多變數的且難以量化的，那麼顯然很難評估其在某個時間點的價格公平性。

權益投資者應對這一挑戰主要通過（通常幾乎完全）關注股票的市盈率（P/E），即公司股價與其普通股的每股收益之比。計算一檔股票的市盈率或股票市場或指數的平均市盈率很容易，從而得知當前市盈率與其他股票或其他時間點的市盈率相比如何。根據區分某家公司與其他公司（基於當前盈利以外的基本面因素）或區分當前與過去的因素來檢查市盈率基準的偏離情況，投資者就能根據這些考量因素得出結論，該資產定價過高、定價合理還是定價過低。當然，僅根據如股票市盈率這樣的單一指標來作出投資決策，會導致決策過於簡化，從而可能出錯。

### 瞭解最新動態

現在，我們可以開始具象化最新的情況了。2025 年開局，我們處於什麼位置？

- 標普 500 指數是美國股市最受關注的晴雨錶。直至去年年底，其遠期市盈率（價格與未來一年預計盈利之比）約為 23，顯著高於歷史平均水準。
- 當時，摩根大通發佈了一張圖表，其顯示在 1987 年至 2014 年期間（唯一有遠期市盈率及相應十年期回報率資料的時期），如果以未來一年每股盈利 23 倍的價格買入標普 500 指數，那麼隨後十年的年化回報率**每次**均在正 2% 至負 2% 之間。如果市盈率具有參考意義，那麼這對標普 500 指數而言預示著不太樂觀的局面。
- 我在 1 月份的備忘錄中總結道，這雖令人擔憂，但並不構成威脅，主要原因仍是我認為伴隨或引發大多數泡沫的暫時性狂熱或“非理性繁榮”並未出現。

但那是當時的情況。自那以後發生了什麼？

今年第一季度，美國股市跌幅高達 10%，其中科技股權重較高的納斯達克綜合指數跌幅最大。這主要是由於經濟和企業表現平平，通脹溫和但仍高於預期，以及市場可能對估值水準和美國能否保持其全球首選投資目的地的地位感到擔憂。

隨後，在 4 月 2 日，美國總統特朗普宣佈對進口商品加征關稅，稅率和徵稅範圍均遠超預期。投資者很快據此斷定這一關稅政策可能會導致通脹加速、經濟增長放緩、世界各國和投資者對美國的投資意向降低。這一論斷導致標普 500 指數大幅下跌，較 2024 年底的水準低了 15%。簡言之，投資者認定基本面前景受損，並根據較弱的基本面相應下調股票價格。債券投資者也



做出了反應，要求 10 年期國債收益率升至 4.5%，而就在關稅宣佈前這一數值僅略高於 4%。債券收益率上升意味著債券價格下跌，債券投資者的意思很明確，他們認為風險有所上升，因此需要增加風險補償。

但標普 500 指數自 4 月 8 日的低點開始，截至昨日已上漲 29%，年初至今的漲幅為 9%。這在很大程度上似乎是一場“釋壓性反彈”，因為貿易協定的最後期限延長和 / 或關稅低於 4 月份宣佈的水準，並且關稅加劇通脹的情況尚未顯現。簡言之，迄今為止的關稅形勢並沒有最初宣佈時所擔憂的那麼糟糕。投資者可能還受到以下因素的鼓舞：對盈利增長的預期；已通過的稅收和支出法案（其中包含對企業的優惠待遇）；多個國家在貿易協定中承諾在美國進行投資；以及人工智慧有潛力增強公司的盈利能力。

我們應如何評價如今的價格 / 價值演算？

- 在 2024 年底和關稅政策宣佈之前，標普 500 指數均處於高估值水準。
- 經濟前景——以及公司多年盈利能力的可能性，或許不如關稅公佈前那麼樂觀，不過也沒有市場最初擔憂的那麼糟糕。通脹上升問題仍令人擔憂。
- 由於通脹上升的風險，美聯儲可能不會如投資者所期望的提早降息以刺激經濟。
- 美國政府正在推進與多國簽訂貿易和關稅協定，但似乎全球都將美國視作不那麼可靠的盟友和夥伴，部分投資者可能因此認為應當降低對美國資產的配置權重。倘若這些投資者付諸實踐，可能引發資產的淨出售和 / 或未來需求的下降。
- 美國的財政赤字和國家債務問題未見改善的跡象，世界各國對此問題的擔憂似乎有所加劇。
- 然而，整體經濟前景可能有所減弱，美國股價卻在上漲。儘管企業的預期盈利會增加，但股價漲幅更大。因此，無論今年開局情況如何，如今美國股市的價值主張似乎都不如去年年底那般具吸引力——即便當時的吸引力也並不突出。

投資者的行為指標以及由此產生的價格 / 價值關係是什麼？

- 標普 500 指數的較高市盈率是估值樂觀的主要依據。
- 據《金融時報》（7 月 25 日）報導，“根據彭博社資料，當前標普 500 指數成分股的市值是其（公司）銷售額的 3.3 倍以上，創歷史新高。”
- 同一篇《金融時報》文章中寫道：“巴克萊‘股市狂熱指標’（衍生工具流動、波幅和情緒的綜合指標）已飆升至正常水準的兩倍，進入與資產泡沫相關的區間。”
- 沃倫·巴菲特青睞的指標——美股總市值與美國 GDP 之比——也處於歷史高位。尤其值得注意的是，美股市值一直受到限制，因為如今企業更傾向於延遲上市，而且許多公司已經通過收購實現私有化。因此，這一高企的指標可能比表像更令人不安。
- 目前 10 年期美國國債收益率與標普 500 指數股息率之間的關係表明，從歷史水準來看，後者估值處於高位。
- 所謂的“模因股（meme stocks）”近期引起高度關注，“模因股”即受到線上散戶投資者追捧的股票，這些投資者未必會從上述價值邏輯出發進行判斷。許多此類股票的價格乍看之下似乎較低，但讓人不由懷疑其買家是否充分瞭解其基本面，因為其中一些公司的基本面似乎較為疲軟。
- 息差——投資者為獲取更高的收益率，放棄國債的安全性轉而購買企業債券所要求的額外收益率——正接近歷史低點，並且低於我在 3 月份撰寫備忘錄 [《信用探秘》](#) (*Gimme Credit*) 時的水準。這同樣意味著投資者的風險容忍度升高，因而也是市場估值處於高位的又一信號。

關於標普 500 指數估值的延伸討論：2023 年至 2024 年，該指數的兩年期總回報率驚人地高達 58%，這一漲幅中有一半以上要歸功於七檔股票的出色表現，即所謂的“美股七雄”——蘋果、微軟、Alphabet（谷歌的母公司）、亞馬遜、Meta Platforms（Facebook 的母公司），英偉達和特斯拉。這七家都是頂尖的公司，其中一些是有史以來最好的公司，而這七檔股票的市值總額已占標普 500 指數總市值的三分之一，令人震驚。（請注意，我並不自稱是股票或科技股領域的專家。）

由於這些公司處於領先地位，其股票估值過高，投資者普遍認為，這些公司的高估是標普 500 指數平均市盈率異常高的原因。實際上，這些公司的市盈率平均約為 33。這當然是一個高於平均水準的數字，但考慮到這些公司的卓越產品、巨大的市場份額、高增的利潤率和強大的競爭壁壘，我認為這一估值並不離譜。（1969 年我剛入職第一花旗銀行（First National City Bank）時，該銀行持有的許多“漂亮 50”（Nifty-Fifty）股票的市盈率在 60 到 90 之間。那是真高！）相反，我認為正是該指數中除“美股七雄”之外 493 家公司的平均市盈率達 22——遠高於標普 500 指數 15 左右的歷史平均水準，才導致該指數的整體估值如此之高，甚至可能令人擔憂。

為何在我認為的經濟淨負面展望下，資產價格卻如此強勁？考慮到大多數觀察人士認為關稅將加劇通脹、拖累經濟增長、並削弱投資者對美國作為首選投資目的地的認可度，標普 500 指數為何能自 4 月 1 日（即宣佈關稅政策前一天）以來的四個多月內上漲 14%？以下是我的解釋：

- 投資者天性樂觀。投資者必須是樂觀的，才會將自己的錢交給別人，期望未來獲得更多回報。股票投資者尤其如此，我認為他們的樂觀主義根深蒂固。
- 當投資者處於樂觀情緒時，他們有能力正向地解讀不明朗的事態發展，而忽視負面因素。
- 上一次持續的市場回檔於 2009 年初結束，也就是說距離上一次承擔風險受到嚴重懲罰，且“逢低買入”沒有得到回報，已經 16 年有餘。這意味著 35 歲以下的人（無論是專業投資者還是業餘投資者），都從未曾經歷過長期的熊市。更為年長的投資者經歷過一次或多次，但隨著時間的推移，有些人可能會產生一種虛假的安全感。
- 儘管美國可能仍擁有全世界最優質的投資基本面，但部分投資者可能沒有意識到基本面可能不如以往。
- 為維持牛市，經常會出現合理化的解釋。最近出現了“TACO（Trump Always Chickens Out）”一詞，意思是“特朗普總是臨陣退縮”。這一詞指，特朗普帶來的最大威脅——以及由此引發部分投資者最為擔憂的事情——不會成為現實。
- 鑒於多年來市場一直表現良好，如今投資者似乎更多地受到錯失恐懼症（FOMO）所驅使，而非擔憂市場處於高位並可能導致低回報甚至虧損。
- 最後，當然，推動當前資產價格的投資者群體對基本面前景的看法可能比我更為樂觀。

演算的結果是什麼？在我看來，基本面整體上不及七個月前，但與此同時，資產價格相對於盈利處於高位，高於 2024 年底的水準，且估值相對於歷史水準也處於高位。大多數牛市都建立在運轉良好的經濟基礎之上，再疊加一系列積極因素的共同作用。如今我觀察到的積極因素包括以下幾點：

- 近期市場、高端房地產和加密貨幣上漲所帶來的積極心理和“財富效應”，
- 大多數投資者認為，的確不存在可替代美國市場的其他選擇，以及
- 當下的新事物——人工智慧備受市場追捧。



這些因素能夠激發投資者的想像力，助推牛市行情，而當前其似乎正發揮著這樣的作用。

\* \* \*

去年我讀到約翰·斯圖亞特·穆勒（John Stuart Mill）的一句名言（1859年）：“只瞭解自己一方觀點的人，對整個問題知之甚少。”換言之，如果你不熟悉那些和你立場相反的觀點，就無法真正評估自身立場的合理性。因此，我無法在不闡述問題另一面的情況下，負責任地提出自己的觀點。

在每一個強勁上漲的市場中，都會出現對高估值的合理化解釋：即所謂的“看漲理由”。如果這種解釋不存在，資產價格就不會達到當前水準。通常，這種論調會是“這次不一樣”的變體。以下是當前的版本：

如上所述，市盈率本質上是通過對未來盈利進行折現計算所得的結果。進行此類計算並確定估值的主要輸入參數包括假定的盈利增長率、可持續性以及投資資本回報率。與過去相比，當前標普 500 指數的成分股愈發由以下類型的公司組成：（一）增長速度更快，（二）週期性更弱，（三）增長所需的增量資本更少，從而能夠產生更多自由現金流，以及（四）擁有更強的競爭優勢或“護城河”。因此，它們理應獲得高於平均水準的市盈率。

這一解釋完全合乎情理，所列因素確實可能與以往不同。正如約翰·鄧普頓爵士（Sir John Templeton）所言，他是我所知的第一位談論“這次不一樣”陷阱的人。在他看來，約 20% 的情況確實如此；而如今我敢打賭這一比例已超 20%。

因此，一方面，“這次不一樣”是牛市中反復出現的陳詞濫調，應受到審視；但另一方面，普通投資者與卓越投資者之間的差距就在於後者能識別出情況確實有所不同。我無法判斷這兩種擔憂中哪一種在今天更具合理性。但投資者應牢記以下三點：

- 人工智慧及其相關發展極有可能改變世界格局，
- 對於某些公司而言，情況可能確實“不一樣”——那些真正具備上述因素並能展現我在《再議泡沫》中所描述的“持續長青”的公司，但同時
- 在面對絕大多數“新事物”時，投資者往往將太多公司（且常常是錯誤的公司）視為可能成功的物件。

\* \* \*

估值過高的存在永遠無法被證明，而且也沒有理由認為上述條件意味著股市會在短期內出現回檔。然而，綜合來看，這些因素告訴我，當前股市已從“高位”轉向“令人擔憂”。

投資者應如何應對？我根據從激進到防守的不同程度考慮戰術行動，當估值較高時，我會考慮採取更具防禦性的措施。在我和我的妻子南茜（Nancy）喜歡看的動作片中，不時上演五角大樓宣佈進入戒備狀態的戲碼。隨著危險等級上升，戒備狀態從 5 級戒備（DEFCON 5）升級到



1 級戒備 (DEFCON 1)，1 級戒備表示正實施或即將實施核打擊。同樣，面對高於平均水準的市場估值和樂觀的投資者行為，我認為應逐步採用以下投資戒備等級 (INVESTCONs)：

6. 停止買入
5. 減少激進性持倉，並增加防禦性持倉
4. 拋售剩餘的激進性持倉
3. 同樣削減防禦性持倉
2. 清掉所有持倉
1. 做空

在我看來，一般很難出現明確的市場信號表明投資者需實施第 3 級、2 級或 1 級投資戒備等級。因為“估值過高”從來不等同於“必定很快下跌”，所以採取如此極端的措施往往是不明智的。我知道我從未如此。但我毫不懷疑現在是時候該執行第 5 級投資戒備等級了。如果你減持價格處於歷史高位的資產，轉而買入看似更加安全的資產，那麼即便市場在一段時間內繼續走高，帶來的損失也可能相對較小……無論如何不至於讓你徹夜難眠。

當然，我必須指出，信用投資通常比股票更加安全，因此非常適合在我所描述的環境下作為防禦性資產。息差窄意味著，從歷史角度來看，如今的信用資產的相對回報水準相較於“無風險資產”的回報水準而言並不豐厚（詳情請參閱備忘錄 [《信用探秘》](#)）。但從絕對值來看，如今的信用資產回報相當可觀，與股票的歷史回報相比具有競爭力，而且得到發行人支付利息和償還本金的合約承諾的支持，這一點是股票所不具備的。

2025 年 8 月 13 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。

