

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： 确定性的谬论

---

我撰写备忘录的灵感来源相当广泛。本篇备忘录的灵感就源自于7月9日星期二《纽约时报》上刊载的一篇文章。其中引起我注意的是副标题中的几个字：“她对此深信不疑。”说这句话的人是拜登的前幕僚长罗恩·克莱因（Ron Klain）。该篇文章主要讨论拜登总统是否应该继续竞选连任。而“她”是指拜登的竞选主席詹·奥马利·狄龙（Jen O'Malley Dillon）。文章接着引用了她在拜登6月27日与前总统唐纳德·特朗普进行大选首场电视辩论前几天说过的话：“拜登一定会赢”。

于是便有了本篇备忘录的主题：既不是讨论拜登是会继续竞选还是退选，也不是他继续参选是否会获胜，而是如何才能对某件事深信不疑。鉴于不确定拜登的候选人资格能持续多久，本篇备忘录也是“精简版”。

这一主题让我想起了我曾经听过某位资深人士如何言之凿凿地表达他的观点。当时，某位公认的外交事务专家在我所在的一个小组内说：“以色列于年底前‘摧毁’伊朗核能力的可能性是100%。”他似乎确实了解内情，我没有理由怀疑他的话。然而，那已经是2015年或16年的事了，而我依然在等待“年底前”的到来（毕竟，他没有说是哪一年）。

正如我在备忘录《[认知的错觉](#)》（*The Illusion of Knowledge*）（2022年9月）中所指出的，宏观预测者所做出的预测不可能准确地将所有我们知道会影响未来的变量，以及那些我们知之甚少或一无所知的随机影响都考虑在内。正因如此，如我过去所写的那样，投资者和其他受宏观未来变化莫测影响的人应避免使用诸如“就会”、“不会”、“必须”、“不能”、“总是”和“从不”等词汇。

## 政治

在2016年，随着总统大选临近，几乎所有人都对两件事坚信不疑：（一）希拉里·克林顿将获胜，但（二）如果唐纳德·特朗普因某种命运的巧合而获胜，股市将会崩盘。即使是最不确定的专家也表示，克林顿获胜的概率有80%，也就是说，最低的获胜概率是80%，只多不少。

结果却是特朗普胜出，并且股市在接下来的14个月里上涨了30%有余。对此，大多数预测者的反应是调整其模型，并保证下次会预测得更准确。我想说的是，“如果这还不足以让你相信：（一）我们不知道未来会发生什么，（二）我们无法知晓市场会对实际发生的事情做出何种反应，我不知道还有什么能够让你相信。”

甚至在三周前那场备受关注的总统候选人辩论之前，我认识的人中也没有哪一位对即将到来的选举结果表示出太多的信心。如今，奥马利·狄龙女士对拜登必胜的立场可能会软化，原因是辩论结果实在出乎意料。但这就是关键！我们不知道未来会发生什么。事情存在随机性。

有时事情的发展符合预期，于是人们得出结论，认为他们知道未来会发生什么。而有时事情的发展偏离预期，这时他们会说，如果没有发生某些意料之外的事，他们的预测就会是正确的。但是，无论哪种情况，都有可能出现意外，从而导致预测错误。在后一种情况中，意外发生了，而在前一种情况中则没有。但这并不能说明意外发生的可能性有多大。

## 宏观经济

2021 年，美联储认为当时正在上演的通胀将被证明是“暂时性的”，其随后将这轮通胀定义为暂时性的、非根深蒂固的，并有可能自我纠正。我认为，如果时间足够长，美联储可能是正确的。随着（一）导致消费者支出激增的新冠疫情救助基金逐渐被用尽，和（二）全球供应链恢复正常运作，通胀可能会在三至四年内自行回落。（然而，不减缓经济增长，就有可能带来通胀心理在那三至四年间产生显著影响的风险，从而需要采取更强有力的措施。）但由于美联储的观点在 2021 年没有得到证实，而继续等待也不切实际，美联储不得不开启有史以来最快的加息举措之一，从而产生了深远影响。

在 2022 年年中，市场几乎断定美联储加息将引发经济衰退。利率大幅上升会对经济造成冲击，这是合情合理的。此外，历史清楚地表明，央行的大幅紧缩政策几乎都会导致经济收缩，而不是“软着陆”。然而，经济并没有衰退。

相反，到了 2022 年年底，市场观察人士的共识转为：（一）通胀正在放缓，这将使美联储开始降息，以及（二）降息将使经济避免衰退或确保任何收缩都是温和且短暂的。这种乐观情绪推动了 2022 年底的股市反弹，并且涨势持续至今。

然而，支撑股市反弹的降息预期并未在 2023 年兑现。之后，在 2023 年 12 月，当反映美联储官员观点的“点阵图”显示 2024 年将降息三次时，推动市场的乐观主义者认为降息次数会加倍，预期将降息六次。时至今日，2024 年已经过半，而顽固的通胀阻碍了降息举措。如今，市场一致认为首次降息的时间将在 9 月份。而股市还在不断创下新高。

当今的乐观主义者可能会说，“我们是正确的。股市的涨幅相当可观！”但对于降息，他们完全是错误的。对我来说，所有这些只是再次提醒我们，我们不知道未来会发生什么，也无法知晓市场将对发生的事情做出何种反应。

Brean Capital 的康拉德·德夸德罗斯（Conrad DeQuadros）是我最喜欢的经济学家（这个自相矛盾如何？），他为本篇备忘录提供了一个关于经济学家结论的有趣补充：

我用费城联储的焦虑指数（下个季度实际 GDP 下降的概率）作为经济衰退结束的指标。当调查中超过 **50% 的经济学家预测下个季度实际 GDP 将下降时，经济衰退就已经或者接近于结束。**（粗体为笔者所加）

换言之，唯一确定的结论是经济学家不应该发表任何结论。



## 市场

极少有人能够在 2022 年 10 月准确地预测美联储在未来 20 个月内不会降息……如果他们基于这一预测而退出市场，就会错过标普 500 指数大约 50% 的涨幅。另一方面，认为会降息的乐观主义者对利率的判断完全错误，但他们如今的资产可能丰厚得多。所以，很难正确地衡量市场行为。但我不打算在这里花时间罗列市场专家的错误。

相反，我想要重点谈论的是这么多市场预测失败的原因。经济体和公司的表现可能相对更容易预测，因为主导其表现的驱动力可以说……有点……机械。在这些领域，或许在一定程度上可以相信“如果 A，那么 B”这种推断。而由此作出的预测有可能是正确的，不过这是在趋势持续有增无减且外推法有效的情况下。

但市场的波动性高于经济体和公司。为什么？因为市场参与者的心理或情绪十分重要且不可预测。感谢康拉德·德夸德罗斯的进一步帮助，我能够以下列数据说明市场的高度波动性：

### 40 年年度百分比变化的标准差

GDP	1.8%
企业利润	9.4
标普 500 指数价格	13.1

为什么股价的涨跌幅度远远超过其背后经济体和公司的表现？为什么市场行为如此难以预测，并且通常看似与经济事件及公司基本面无关？**金融“科学”——经济学和金融学——假设每位市场参与者都是理性经济人：其做出理性决策，以实现自身经济利益的最大化。但心理和情绪所起的关键作用往往会导致这一假设有误。**投资者情绪波动较大，掩盖了基本面的短期影响。正因如此，被证实是正确的市场预测相对较少，而“并非误打误撞的正确预测”少之又少。

\* \* \*

如今，专家们正对即将到来的总统选举做出各种预测。许多结论似乎有理有据，甚至很有说服力。市场上充斥着对拜登竞选的言论：认为拜登应该和不应该退选；认为他将会和不会退选；认为他如果继续参选就能赢得竞选；以及认为他一定会输掉竞选。**显然，仅依靠才智、教育程度、数据获取和分析能力并不足以得出正确的预测。这些评论家中的许多人都具备以上特质，但显然，他们并非都是正确的。**

多年来，我时常引用约翰·肯尼思·加尔布雷思（John Kenneth Galbraith）的至理名言。他曾说：“世界上有两类预言家：一类对未来并无所知，而另一类不知道自己并无所知。”我发现自己经常引用这句话。另一句我喜欢引用的加尔布雷思的名言出自他的著作《*金融狂热简史*》（*A Short History of Financial Euphoria*）。在描述“投机性狂热和程序性崩溃”的原因时，他讨论了“在我们这个时代或是过去很少注意”的两个因素。“其中之一是金融记忆的极度短暂性。”我也经常引用这个因素。

但我记得未曾写过第二个因素，加尔布雷思对此的描述是“金钱与才智之间似是而非的联系”。当一个人变得富有时，其他人会认为这意味着这个人很聪明。当投资者取得成功时，人们通常会认



为其才智可以在其他领域带来同样的好成绩。此外，成功的投资者往往开始相信自己拥有才智，并对与投资无关的领域发表见解。

但投资者的成功可能得益于一系列幸运事件或是有利的环境，并非来源于任何特殊才能。他们可能很有才智，也可能并不聪明，但对投资领域以外的话题，其通常并不比大多数人所知更多。尽管如此，许多人毫不吝啬地发表观点，而这些观点往往受到普通大众的高度重视。这就是似是而非的联系。如今，我们发现他们中的一些人就与选举相关的各方面问题各抒己见，并言之凿凿。

关于这些言之凿凿的人，已讨论了很多。我们身边总有一些我们称之为“经常犯错但从无疑虑”的人。这让我想起我喜欢的另一句名言，这句话被认为出自于（也许并不是）马克·吐温（Mark Twain）：“让我们陷入困境的不是无知，而是坚信已知的谬论。”

在 2020 年年中，当人们已或多或少地了解疫情时，我放慢了撰写备忘录的速度，不再像 3 月和 4 月那样每周撰写一篇。在 5 月份，我借此机会撰写了两篇与新冠疫情无关的备忘录，名为 [《不确定因素》\(Uncertainty\)](#) 和 [《不确定因素 \(二\)》\(Uncertainty II\)](#)，在其中我用大量篇幅来讨论“智识谦逊 (intellectual humility)”这一主题。虽然这两篇备忘录谈及了我最喜欢的话题之一，但没有引起太多反响。因此，我将引用《不确定因素》中的一些内容，希望能引起读者回看这篇备忘录的兴趣。

我第一次对智识谦逊主题产生兴趣，是因为一篇文章，其中写道：

根据作者的定义，智识谦逊是自大或自负的反义词。通俗地说，其类似于开放的思想。睿智而谦逊的人可能拥有很强的信念，但也会认识到自己的缺陷，无论事情大小，愿意坦然承认错误。（艾莉森·琼斯（Alison Jones），*Duke Today*，2017 年 3 月 17 日）

……简单地说，智识谦逊代表“我不确定”、“别人可能是对的”、甚至“我可能是错的”。我认为这是投资者所必备的一个特质；很多我喜欢与之交往的人身上都具备这一特质……

以“我不知道，但是……”或“我可能是错的，但是……”为开头的说法很少使人陷入巨大窘境。如果我们承认存在不确定性因素，我们就会在投资前进行调查，反复检查我们的结论，并谨慎行事。当时机合适的时候，我们可能会进行布局优化，但不大可能会突然遭受重创或崩盘。另一方面，那些自信的人可能会放弃这些做法，如果他们十分确信而错判了，如引言所说，结果可能是灾难性的……

……还是伏尔泰在 250 年前说得最好：心存怀疑虽令人不快，但深信不疑则为荒唐。

在受心理波动、非理性和随机性影响的领域，根本没有确定性可言。政治和经济如此，投资亦是如此。没有人能可靠地预测这些领域的未来如何，但许多人高估了自身的能力，并试图做出精准的预测。回避确定性可以避免陷入困境。这是我的肺腑之言。

附言：去年夏天的大满贯网球锦标赛为我撰写备忘录 [《减少损失还是增加获利？》\(Fewer Losers, or More Winners?\)](#) 提供了灵感。同样，上周六的温布尔登网球赛女子决赛也是本篇备忘录部分内容的灵感来源。巴尔博拉·克赖奇科娃（Barbora Krejčíková）战胜了贾斯敏·保利尼（Jasmine



Paolini)，赢得女子冠军。赛前，投注者认为克赖奇科娃的赔率是 125 比 1。换言之，投注者确信她不会赢。怀疑她的取胜前景或许没错，但似乎不应该如此肯定地做出预测。

说到不可预测性，不得不提近期针对唐纳德·特朗普的暗杀未遂事件，这一事件很可能会产生更严重且影响更深远的后果。即使现在事情已经发生，并且特朗普总统的伤情并不严重，但仍然没有人能够确定这将如何影响选举（尽管目前看来其有利于特朗普的竞选）或市场。因此，如果说有什么影响的话，那就是这件事加强了我的基本认知：预测在很大程度上是输家的游戏。

2024 年 7 月 17 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。

