

备忘录读者： 橡树客户

作者： Howard Marks（霍华德·马克斯）

主题： 信心的作用

---

信心的定义一般是对某个人有能力选择并执行一系列行为的信念。尽管没有查阅过信心的定义，我认为信心同时意味着乐观（至少对投资者而言是如此）。最后，还有一个重要因素是确定性：除了对未来持乐观看法外，还要坚信这个观点是正确的。总而言之，我认为信心的组成要素是信念、乐观和确定性，这三者相结合才会产生主观幸福。自信的投资

### 信心效应

所谓的“财富效应”被公认为在经济运行过程中发挥着重要的作用。简言之，当资产价值上升时，该资产的拥有人会将其增长的财富转化为更多的开支。尽管乍看起来这不足为怪，但值得注意的是，即使在财富升值并未变现时也是如此，因而这种财富的增加仅存在于账面上。这种关系可以简单地归纳为：人们感觉越富有，花钱就会越多。

信心的变化对行为的影响与财富效应类似。这正是本备忘录要讲的内容。

一直以来我对信心在经济中所扮演的角色有着深刻的印象。实际上，我过去曾这样写道（只是稍微有点夸大），有时我认为信心决定一切。我认为信心的影响是巨大的、普遍的，而且能够自我强化及自我实现。

信心对经济的主要影响其实很简单。假如人们认为未来经济向好，他们就会进行消费和投资……因此整体情况就会趋好。

- 消费者的乐观情绪将会转化为对商品需求的增加，从而推动国内生产总值增长。
- 消费者购买行为将会促使商家投资扩大厂房及增聘工人，应对不断上升的需求。
- 企业对厂房和工人的投资将会推动国内生产总值增长。
- 新雇用的工人将有钱消费，而他们的购买行为将会进一步促进这一循环。
- 媒体有关信心拉动国内生产总值增长和对经济带来的其他积极影响的报道，将会强化这种乐观情绪的良性循环：重新回到第一步。

因此，与财富效应一样，信心提升将使人们和企业增加开支，而增加的开支又循环流入经济体。信心带来消费；消费增强经济；而经济好转则为信心提供支持。这是一个循环的自我实现的预言。

信心也可能推动市场波动。对资产价格将会上升的信念促使人们购买资产……从而推高资产价格。这是信心自我实现的另一种方式。

当然，只有信心存在的时候，信心对推动经济增长和推高价格的影响才会起作用。一旦市场失去信心，信心效应将不会持久。正如经济学家赫伯特·斯坦因(Herbert Stein)所说：

“如果某种情况不可能永远持续下去，就会停下来。”这对信心及其影响而言正是如此。

## 当前的信心

在9月份，我曾写过一份题为《前景难测的时代》(On Uncertain Ground)的备忘录。文章开篇如下：“当今的世界似乎比我生命中的任何其他时候都更加不确定。”接着我回顾了导致不确定的众多因素。为完整起见，我将在此重列并更新我的清单。清单内容是我时常被问及的问题。我不记得还有哪一次的清单有这么长：

美国方面：

- 自2008年衰退以来，经济开始漫长的复苏过程，但复苏的步伐蹒跚且不稳定，因此经济是否会从衰退中真正复苏？目前我们似乎正在经历着“前进两步，后退一步”的阶段，因为积极的经济报告经常伴随着令人失望的数据。此外，即使是有所改善的地方，例如新增就业、消费者信心和制造业产出等领域，其改善幅度似乎较为缓慢，并没有出现惊人的增长。这与过去几十年的复苏过程完全不同。
- 近期的增税和“自动减赤”中的预算缩减将会对复苏产生多大的负面影响？
- 销售增长何时会促使企业开始增加厂房和人员方面的支出？
- 美联储的低利率政策还会保持多久？三个月？三年？永久？
- 如果美联储不再保持低利率，会有何后果？利率上调？上调幅度多大？利率上调对融资购买及投资成本的影响是否足以使经济放缓？利率上调对政府融资成本将会产生什么影响，对赤字又会有何影响？
- 美联储的资产负债表规模已超过3万亿美元的事实会带来什么影响？美联储怎样为其根据量化宽松购买的债券作出支付？美联储是否必须偿还有关款项？财政部是否必须在债务到期时替美联储偿债？这些钱将从何而来，以及流向何处？（请你思考片刻：你认为你理解这个流程的运作方式吗？你认识的人当中有人能够理解这种运作方式吗？）
- 美国的经济是否会恢复到20世纪末的高增长水平，还是将会停留在低增长模式？
- 未来的“结构性失业”是否会一直高于5%或保持过去几十年的水平？
- 利润率是否会从目前的创纪录水平下降，如果下跌，将会对企业利润构成什么影响？
- 长期而言，削减预算赤字和降低未备基金的政府补贴债务方面能否取得进展？
- 低增长、高失业率及收入差距扩大将产生什么社会后果？
- 美国是否会采用常规方式，通过让美元贬值处理过多的国家债务？
- 低增长是否会出现类似日本的通货紧缩？或者为方便偿债而大量印钞是否会导致美国出现长期通胀？（聪明人同时对这两种极端情况感到忧虑，单是这一事实本身就说明未来存在着极高的不确定性。）

欧洲方面：

- 欧洲外围经济体的下行漩涡表象能否得到制止？
- 欧洲过多的债务能否被减少，导致债务高企的长期赤字能否通过紧缩措施得到缩减？
- 较富裕国家是否会在不要求较贫穷国家实施痛苦的紧缩政策的情况下，继续为后者提供援助？
- 在经济疲弱时期实行紧缩政策是否实际可行？如果紧缩政策持续，是否会不可避免地出现经济衰退、痛苦经历及社会动荡？
- 较富裕国家的选民难道不会要求实行孤立主义，以及较贫穷国家的选民难道不会要求解除紧缩政策所带来的痛苦？没有提出新办法的民选领导人难道不会被罢黜？
- 高度严格的监管和劳工法律是否会有所放松，从而有助于欧洲与世界其他地区展开公平竞争？
- 长期而言，欧洲各国是否会向某中央机构移交权力，以实现高效经济联盟所需的经济和金融机构控制权？
- 英国选民会在即将举行的全民投票中选择留在欧盟还是脱离欧盟？
- 欧盟是否会保持完整？每项行动都要求获得一致支持的政治联盟是否实际可行？治理与合作能否得到改善？

领导能力方面：

- 在世界各地，有没有能够带领我们安然度过本次动荡时期的领导人？
- 寻求连任的官员能否主动迎接挑战，在实施能解决问题但却不受欢迎的方案与治标不治本的临时措施之间作出艰难的决策？
- 盖特纳和伯南克的接班人是否有能力胜任工作，继续实施复苏经济的措施，同时切断经济对极低利率的依赖？
- 美国的民选领导人是否有可能营造稳定的环境，从而使有关税务、监管和医疗保健成本的不确定性不再成为阻碍企业投资于厂房和人员的因素？

其他方面：

- 中国靠信贷推动的经济会经历硬着陆还是软着陆？
- 假如中国增长放缓，这会对巴西、澳大利亚和加拿大等靠为中国提供大宗商品而取得经济繁荣的国家产生什么影响？
- 安倍首相的货币和财政计划是否足以使日本经济从长期低迷中觉醒？
- 水力压裂开采法是否能让美国实现能源自给自足？如果能，这会对美国制造业竞争力及石油价格产生什么影响？
- 中东、伊朗及朝鲜等热点地区将有什么新的进展？

当前投资环境最突出的一个特点是存在重大的不确定性。这会打击投资者对未来的乐观情绪，并限制投资者对未来可预测和可控的确定性。换言之，不确定性耗尽信心。**这就是与危机前数年环境的最大不同之处。**

## 2007 年的信心状况

当我在思考当前的投资环境与之前存在哪些不同时，我的脑海一下就浮现出一个巨大变化。让我们回到 2007 年年中次贷危机开始之前的时期。我想在当时大部分人都百分之一百地肯定他们清楚：

- 全球经济是如何运行的，
- 经济界和商界对未来 5 年或 10 年的看法，及
- 出了问题应该如何补救。

对上述事项的信念基本消除了对未来的不确定性，并产生极强大的信心。但今天已不再有人这么想。

### 信心：是好还是坏？

假设我对信心、乐观和确定性在 2007 年处于高位及 2013 年处于低位的描述是正确的。这就就会出现一个我一直在琢磨的重要问题：信心的高与低，哪个更可取？

答案主要取决于你所处的时间。2007 年的信心高涨，与上世纪九十年代的情况并无不同，让市场感觉十分良好。这种万无一失的感觉，即我们可以指望一台永动机让市场永远上行的感觉，导致消费者乐观情绪急剧上升、积极消费、经济总量持续扩张、宽松的资本市场及强劲的资产价格。这当然会令人感觉良好。

但这就是有利的吗？我认为并非如此，因为现在看来当时人们的看法已经严重偏离了现实状况，因此极其危险：

- 与收入水平相比，消费者信心及开支水平过高。
- 全世界范围及各个经济层面的过度开支导致对信贷的过度使用，导致全球出现严重的过度举债。
- 在信心和杠杆推动下的购买行为导致资产升幅超过其价值水平。

我常说，世界上最具风险的事就是大家普遍认为没有风险。事实证明，2005 年至 2007 年这段危机前岁月以及上世纪九十年代末科技泡沫时期都存在这种情况。在这两个“感觉良好时期”之后，紧接着就出现重大的经济放缓及市场下跌。

因信心十足而令人感觉良好的环境会营造出令人愉悦的现状，但同时鼓励危险行为并促使经济及市场上升，在这种情况下，经济及市场出现调整将不可避免。就此而言，2013 年市场信心较差则营造出相对暗淡及不那么吸引人的环境，但同时却为未来奠定了更好、更审慎的基础。（如 2013 年 1 月 7 日的备忘录《老生常谈》(Ditto)中所述，各国央行降

低利率的行动甚至已促使本来信心不足的投资者也开始进行偏好风险的行为，这一不确定因素为6月份的市场下跌以及未来可能的进一步下跌埋下伏笔。)

我此前曾讲过这样一件事，当年发生911事件时我正在纽约，用了好几天才回到洛杉矶。当我最终回到家时，我的儿子 Andrew 问我：“爸爸，世界是不是不再安全了？”我的回答是：“世界可能没有以前安全，也可能从来就没有像人们想象的那样安全。”假如世界并不安全，那么承认并接纳这种不确定性肯定比装作世界是安全的更加可取。对于投资，我们更应该如此。

### 摇摆不定的信心

我在投资者心理变动方面的著述很可能多于任何其他方面。早在1991年，我就在第二份备忘录中对此展开讨论，此后我对其影响的信念就有增无减。

这种钟摆式的摆动与市场的很多方面相关，而且通常在两个极端之间摆动：

- 在乐观与悲观之间，
- 在贪婪与恐惧之间，
- 在兴奋与沮丧之间，
- 在轻信与怀疑之间，
- 在风险耐受与风险规避之间，及因此
- 在不计后果的激进与过度的谨慎之间。

尽管钟摆运动在所有上述不同方面出现，但摆动的方式、幅度和错误均是共通的。这些都是马克吐温所说的“历史惊人相似”的例子。

让我们举例说明钟摆式摆动：投资者对新兴市场的态度。新兴市场有时被视为可怕的神秘之地，有时却被看成是可以替代停滞不前的发达市场的具吸引力的高增长市场。当人们对新兴市场充满信心时，他们只看到好的方面，股票可以按美国标准的市盈率出售（即便如此，由于具有强劲的增长率，新兴市场股票仍被认为很便宜）。但当问题出现及信心变差时，投资者只会以折价的市盈率购买新兴市场股票，以此获得他们认为必要的风险溢价优势。与其他的摆动一样，这种摆动我已经见过很多次。

回顾1994年，由于当时《北美自由贸易协定》生效，北美贸易限制变得宽松。人们对墨西哥趋之若鹜：“墨西哥和美国没什么区别，不过发展速度更快。”大量资金流入墨西哥股市，于是墨西哥股市大涨。但随后不久，接连发生了恰帕斯州(Chiapas)的反抗运动、总统候选人遭暗杀及墨西哥比索贬值等事件，从而引发了“龙舌兰危机”(Tequila Crisis)。因此钟摆摆回到担忧的一端：“好吧，墨西哥和美国毕竟还是不同的。”

就在几年前，当时投资者取得共识，认为发达世界的时代已经结束，而凭借持续增长的人口、低劳动力成本及不断扩张的消费者阶层，中国将是唯一有上升潜能的经济体。结果导

致人们对中国的投资信心过度膨胀，而对世界其他地区严重缺乏信心。中国确实有很多优势，发达世界也确实面临各种各样的问题。但这并不意味着中国的股票就价值连城，而发达世界的股票就一文不值。因此，在 2009 年中国股市大幅跑赢发达世界股市后，中国股市随后的表现开始变差。

现在随着中国的增长开始放缓，加上来自美联储减少购债的威胁导致市场对全球增长的预期下降（因此将打击对中国出口的需求），人们对中国的信心已经减退。某对冲基金策略师 7 月 15 日在《华尔街日报》上表示：“新兴市场并非永远阳光明媚。”

总而言之，我认为可以说投资的钟摆最显著的摆动之一是在信心过度与信心不足之间摆动。

- 达到正面极端时，人们认为只会出现好的结果，他们（或他们的管理人）有能力构建投资组合，使他们把握所有的市场升幅，避开几乎所有的下跌，选出跑赢市场并避开跑输市场的投资产品，赶上市场升势，并在市场下跌时及时退出。
- 达到负面极端时，人们认为只会出现坏的结果，认为他们自己或他们那些走下神坛的管理人在增加价值或应对市场变动方面所作的任何努力最终都是徒劳。

投资者在良好形势持续上一段时间后就会达到过度自信的状态，这意味着价格已经大幅上升，这种情况已出现过无数次。另外一种情况是，在泡沫被刺破、负面新闻不断出现及价格暴跌之后，投资者就会不可避免地陷入绝望的状态。

这种模式使大众在极端情况下出现错误，并为反向投资者创造获利良机。这恰好证明我最喜欢的一句巴菲特名言：“当别人不谨慎时，我们应该更谨慎。”当大部分投资者因过度自信而不再谨慎之时，我们应该感到害怕。同理，当大部分投资者缺乏信心并逃离市场之时，我们应该积极入市。

### 全好或全坏？

关于信心的摆动，值得注意的不仅仅是信心的上升下跌，通常还包括“全好”或“全坏”的思考模式。简言之，当投资者对未来乐观时：

- 他们往往看到利好因素（这些因素对他们非常有吸引力），并忽略负面因素。
- 即使投资者考虑负面因素，他们也会对反驳这些负面因素的理由信以为真。最重要的是这句老话：“这次情况不同。”
- 孤立的利好事件往往是偶然或意外发生的，却被以偏概全地视为不可抗拒的良性循环。巧合事件被认为是无懈可击的因果过程。

这种不客观的模式摒弃了均衡分析，并导致无根据的、危险的信心水平，从而导致投资风险。

在 2008 年金融危机前数年，投资者出现了我见过的最极端的“全好”想法。实际上，当《纽约时报》请我写一篇关于危机原因的文章时，我就以《过多的信任与过少的忧虑》(Too Much Trust; Too Little Worry)为题发表了一篇文章。我在文章中表示，过度的信心导致投资者在 2005 年至 2007 年期间：

- 不再运用怀疑论，
- 不再担忧亏损，
- 不再进行全面的尽职调查，
- 不再考虑稳健的假设，
- 不再运用风险规避方法，
- 不再否决将资本投资于风险项目，及
- 不再要求保持充足的风险溢价。

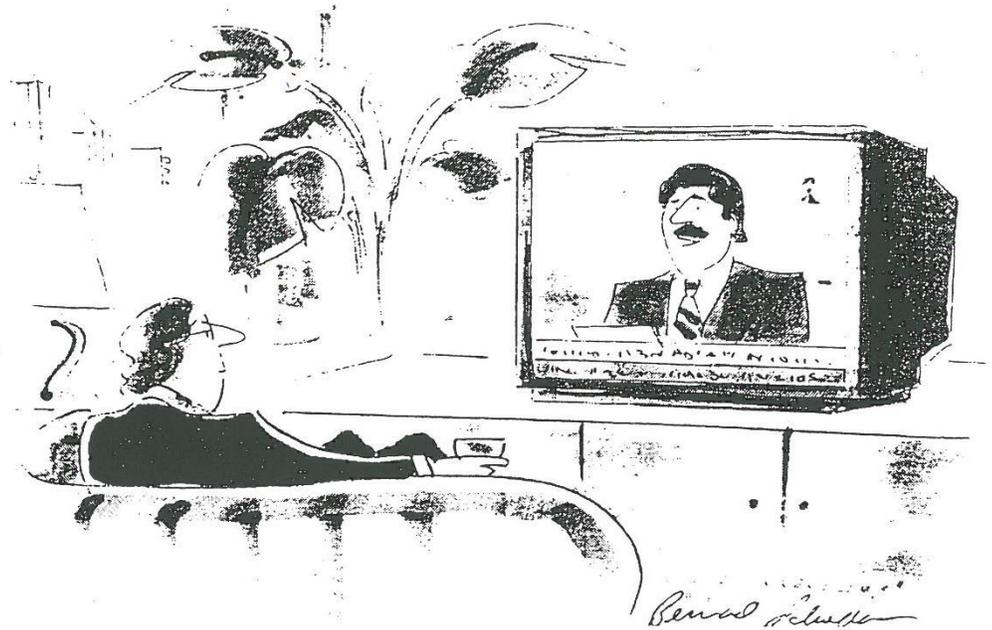
2007 年年中，我写了一篇标题原定为《所有周期之母》(The Mother of All Cycles)的备忘录。但后来我担心人们会误以为我引用萨达姆·侯赛因的话，因此在 7 月 16 日发表时，我将标题改为《一切都很好》(It's All Good)。我在备忘录中抱怨每种资产类别、每项资产和每个地区的价格都在上升。

在幅度、广度和潜在的结果方面，我认为这是我见过的最强劲的、最激烈的上涨。其中大部分原因是人们似乎认为一切都很好，并很可能会一直持续下去。

在我看来，过度自信的投资者忽视了市场存在上升及下跌的可能性、轻信无限潜力的承诺、中止怀疑、理所当然地接受金融创新并拥抱杠杆比例不断增加的趋势。

当然，这座用纸牌搭起的房子很快开始分崩瓦解。因此，在两周后的 7 月 30 日，我又发表了一篇备忘录《一切真的都很好吗？》(It's All Good... Really?)，接着又在 9 月 10 日发表了另一篇备忘录《现在一切都不好？》(Now It's All Bad?)。短短八周内，信心迅速瓦解并被普遍的悲观情绪所取代。仅在此后一年，我们就见证了雷曼兄弟的破产及 80 年以来最严重金融危机的爆发。

从中我们可以学到的教训是，当信心过高及人们感觉过好时，我们会面临巨大的危险。与此同时，形势出现反转的速度表明（正如我的合伙人 Sheldon Stone 所说），气球漏气的速度远远快于充气的速度。信心到达危险的顶点往往需要数年，而信心崩溃却仅仅需要数周或数月。



“昨天利好市场的各种因素今天不再是利好有利。”

当人们断定是非功过非此即彼时，他们对未来的看法就已经处在极端层面，并对他们将要如何行动变得确信无疑。但是全好或全坏的态度很少是正确的，原因是正反两面的观点都有各自的道理，因此不容忽视。马克·吐温说过：“给你带来麻烦的不是你未知的事实，而是你信奉不疑的事实并非如此。”大多时候，有限度的信心比盲目自信更可取。对自身的判断过度自信是十分危险的行为。

### 牛熊周期

2008年3月，我在《潮退之后》(The Tide Goes Out)一文中重申了我认为对我帮助最大的一个格言，即对牛市三个阶段的描述：

- 第一阶段，少数具有前瞻性的人开始相信市场正在好转，
- 第二阶段，大多数投资者意识到市场正在真正改善，及
- 第三阶段，每个人都确信市场将会永远向好。

其背后真正的含义是什么呢？牛市的基本要素就是便宜，而且便宜只存在于第一阶段，因为只有极少数人相信未来市场会朝着有利的方向发展及市场将会好转。因此第一阶段是牛市的起步阶段。

同样，牛市在第三阶段接近尾声，这时开始出现泡沫并开始进入下跌周期，导致这种结果的原因很简单，那就是相信的人太多（及怀疑的人太少）。简言之，就是市场信心过剩，

便宜的股票过少。正是这种不平衡本身导致市场屡创新高。牛市上行的极端现象，与熊市下跌的极端现象一样，为投资者带来重要的信号。

### 稳操胜券

投资者也许会自称他们有信心把握未来，但在内心深处，许多投资者其实觉得自身能力有限而且感到茫然，因此，这些人就成为了那些号称能够确保实现回报且无需承担相应风险的新型“妙方”的主要目标。投资者会对“妙方”抱有极大信心，尤其是如果这种妙方起初能够实现预期结果，就会让人信心爆棚。这些妙方最有吸引力之处在于它们往往都是机械式的，因为它们让你只需进行可靠的机械操作即可确保万事大吉，而不会像一位神秘哲人一样让你晕头转向。

- 1987年，投资者因“投资组合保险”而栽跟头，根据这种策略，投资者可以大量配置股票，因为一旦市场开始下跌，该策略将会自动出售股票，从而确保投资安全。但当道琼斯工业平均指数于黑色星期一（10月19日）暴跌22.6%时，许多经纪公司拒绝接听任何电话，不再执行任何卖单，“稳操胜券”的事最终被证明也是不可靠的。
- 21世纪初，“可转移阿尔法策略”承诺，用股指期货覆盖对冲基金投资，可获得高收益。但当股市下跌时，先前承诺的高收益显然不再来源于可靠流程的附加值，而是由于实际上期货让投资者可以将超过100%的资金投资于上升中的股市所致。
- 而最近，“风险平价投资策略”在这几年的动荡时期发挥作用，因为与其他大多数投资者所拥有的策略相比，这个策略为其追随者带来更高的多元化程度、更强的防御性和更大的债券敞口。但当伯南克威胁说要减少购债并加息时，该策略与大多数其他策略一样，未能免受损失。风险平价策略在今年的表现显示，没有任何一种策略能够永远发挥作用。

这些例子是要说明，并不存在任何机械式的工具能够让投资者在所有状况下获利。这些工具可能会带来上升的倾向或能够减少风险，但如果一种工具太过于美好，承诺能够取得各种理想甚至极佳的表现而不会出现不利表现，往往就不可信。当投资者对一种工具过于有信心时，往往会陷入麻烦。

同样，对于格林斯潘及其继任者伯南克的做法也不可迷信。艾伦·格林斯潘在担任美联储主席期间的特点是，其努力通过注入流动性及下调利率来避免经济衰退。投资者非常看重格林斯潘让市场长期保持升势的能力。他的政策令市场不再偶尔出现回调，但却最终积累成了巨大的代价：2008年爆发金融危机。一直相信格林斯潘无所不能的人对这个结果毫无准备。本·伯南克是格林斯潘的继任者，而他自己的继任者也可能很快公布。我们必须意识到，过度相信任何个人的能力同样会带来问题。

完美的办法是不存在的。没有任何工具和任何人能够做到让经济、市场或投资组合表现不断上升而永远不会下跌。意识到这一点是明智的。否则，就会面临危险。

\* \* \*

上文曾提到，我认为最近许多投资者一直持有比适合他们的投资风险更高的持仓，主要是因为美联储的低息政策导致他们可能更愿意持有的低风险投资的回报太低。因此，投资者流向风险资产是被逼无奈的，而不是由于对基本面的信心所致。

过去数年出现的不确定性本应该使人更加谨慎，进而使市场环境更加健康……前提是美联储不进行干预。但实际上相反，美联储却迫使投资者承担风险，而承险行为及无力的决议相结合，在疑虑初次浮过脑海时发挥了预想得到的效果。

5月份，伯南克主席表示，由于经济表现处于可接受水平，美联储不久便可能会逐步减少购债计划，这意味着其将会考虑加息。这番表态不应令人意外，因为当经济复苏时，理应减少刺激措施。股市及债券市场在随后大幅跳水，表明持有风险资产的投资者对基本面的信心实际上既低迷又脆弱，一直过于依赖美联储的低息政策。突然之间，投资者对全球经济状况感到不确定，不知道未来会如何以及怎样从中获利。

投资者对经济仍然不确定，这其实也好。现在，一阵忧虑过后，信贷市场较两个月前更加健康（即回报提高）了。

如果经济持续复苏，而美联储逐步退出购债计划，那么利率可能会上升。但鉴于市场信心现在处于温和水平，市场应不会陷入崩溃。大部分资产的价格并没有处于极高的危险水平（长期美国国债及高等级债券可能不包括在内），也不是非常的低。在极端环境下比在中间状态下更容易做出决策，而我认为市场现在就处于一个中间状态。如我在书中所写，在实际上不存在什么妙招的时候，自作聪明就会犯错误。目前，我们能够采取的最好措施似乎就是在未来数月谨慎投资，避免激进行为并切记谨慎行事。

\* \* \*

**关于长期前景：**尽管目前的市场状况、市场信心及资产价格都表现温和，意味着关于短期前景没有太多光鲜的话可说，但即便从长远来看，前景也依然令人忧虑。由于美国仍然能够吸引海外资金并开动印钞机，我们的财政问题目前并不紧迫。但棘手的赤字支出、无法持续的福利承诺及美国政府缺乏负责任的行动，都对未来发出警告。

我认为，当我所尊敬的人士所讲的比我好时，我就没有理由把同样话改头换面说一遍，因此我将以塞思·卡拉曼的一番话作结（着重是后加的）。塞思认为他所讨论的内容没有太多是能够激励投资者信心的，我认同他以下的观点：

经济领域没有免费的午餐：如果政府能够在不产生任何重大不利影响的情况下，印刷或借贷无数钞票，为什么他们不经常这么做，以永远避免经济衰退，让自己的国家享受无尽繁荣？事实上，很显然过往对美联储不应有的信赖极大地促成了其多年来的自满，导致 2008 年的市场下跌发展成为一场全面的金融危机。当前的政策过度肯定要付出代价——与之相等的反作用。我们只是尚未看到而已。这个代价会不会表现为美元崩溃及美元霸权的终结、高利率、美国政府债券拍卖失败及通胀失控、需要超常牺牲的痛苦而漫长的经济衰退，抑或是其他形式？我们很快就能知道。

美国的大多数经济部门：政府、个人甚至企业都大量举债、入不敷出；我们一直通过放松信贷来消费我们本来要等到以后才能购买的东西。正如迈克尔·刘易斯(Michael Lewis)所说：“借贷只是让你暂时拥有你不曾实际挣得的财富。”而吉姆·格兰特(Jim Grant)曾说，资产价值是不确定的，但债务价值是确定的。政府的做法不是通过降低杠杆及整顿内务来应对危机，而是将个人资产负债表上无法负担的债务转移至国家财政总账，而在这本总账上我们的债务每天都在刷新纪录……

我相信，与大多数政客或著名经济学家相比，普通百姓可能更加理解美国的财政状况。大多数民众似乎本能地意识到，眼前没有危机并不意味着我们最终不会面临危机。他们很难再相信那些承诺，因为做出承诺的那些人先前并未能预测到住宅及高杠杆金融机构所发生的危机。他们对不承认存在债务问题或坚持通胀仍将受控的人持怀疑态度。（事实上，他们知道通胀并未得到很好的控制，因为当他们在超市或加油站消费时，便可发现美元的购买力已经下降到何种程度。）他们非常肯定，他们缴纳的税赋并非物有所值。

当经济学家告诉他们这个国家的债务在过去 12 年从 6 万亿美元增加到 16 万亿美元并不是个问题，而且再翻一番也仍然没问题时，这只会让他们觉得简直是在胡说八道。他们了解我们的发展轨迹，而且明白即便是世界历史上最成功的国家在变得骄傲或自满时，也会开始衰退。当政客声称某项税赋增加或某项开支减少会在未来十年产生上万亿美元，他们有理由怀疑，连明年会发生什么都未必有人真正清楚，更不用说十年或者更长的时间了。他们对日后将进行的债务上限谈判保持警惕，因为他们知道正是过去未能做出艰难决定令我们陷入了今天的困境……

当你告诉老百姓，我们所有人都能够享受极低的借贷利率、美联储大量购买巨额新发国债、美联储资产负债表以数万亿美元扩张、以及可以推到遥远未来的巨大赤字所带来的免费午餐之时，老百姓将会对此表示高度怀疑。这不是因为他们清楚地知道将会发生什么，而是因为他们确信，任何其他人，哪怕（可能尤其是）政策制定者也不知道将来会如何。\*

2013 年 8 月 5 日

\* 塞思要求我指出，他这段话的版权属于© 2013 The Baupost Group, L.L.C.所有。经许可转载，仅供 Oaktree Capital Management, L.P.独家使用。禁止以电子或纸质形式进一步传播或转发。

© Oaktree Capital Management, L.P. 版权所有

## 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、其附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。