

orrfc / May 27, 2019 03:00AM

[林利軍對話霍華德·馬克斯：有些經濟體會經歷嚴重的債務重組](#)

[轉載:新浪新聞]

全球頂級投資人、橡樹資本創始人霍華德·馬克斯攜新書《週期》在上海舉辦他的中國首場公開大秀“問道·週期”，這場活動由聰明投資者主辦，澎湃新聞網獨家全程直播。

正心穀創新資本創始人林利軍在現場與霍華德·馬克斯進行了深度對話。

林利軍在發言時回憶，自己1990年進大學，中國股市才剛剛開始。“從1990年到現在，經歷了中國股市多少個週期嗎？8個牛市，8個熊市。正好是8對8。”

他舉例說：“在過去的30多年時間里，大家想想我們經歷了多少個經濟週期？實際上只有兩個大的週期，亞洲金融危機在中間是有一個大週期。我們經歷了多少個[\[url=http://www.hkiva.com.hk/mortgage.php\]](http://www.hkiva.com.hk/mortgage.php)[房地產](#)[\[color=black\]](#)[\[url\]](#)週期？幾乎只有一個。”因此，判斷週期是非常難的，各個週期是串在一起的。週期是很容易說，但非常難做。

在對話中，林利軍提到，自己作為一級市場股權投資者，投資了不少技術型的公司，關心週期受到了信息化時代的哪些影響。

馬克斯對此表示，今天的世界和20年前1999年的世界已經幾乎沒有多少相似度了。“我很羨慕你有能力投資於科技股，世界的快速改變帶來了機會，讓你能有很高的收益，但是也增加了你[\[url=http://www.hkiva.com.hk/about.php\]](http://www.hkiva.com.hk/about.php)[\[color=black\]](#)[\[url\]](#)損失的風險[\[color\]](#)[\[url\]](#)。”

所以，馬克斯建議，首先要看到大的趨勢，看到別人看不到的大趨勢。與此同時，還要理解，在這些趨勢之下，現行公司的真正價值是多少。

“即使對於科技股來說，這兩點同樣也是投資成功的基本要素。不能因為認為科技股好就把錢砸上去，我們還是要比時長，比別人要有更好的判斷。”馬克斯總結道。

在談到對未來危機的展望時，馬克斯認為展望世界，沒有看到像次貸危機這麼大的問題，也沒有看到[\[url=http://www.hkiva.com.hk/index.php\]](http://www.hkiva.com.hk/index.php)[\[color=black\]](#)[\[url\]](#)像過去CMO ( Collateralized Mortgage Obligation 抵押擔保債券 )、CDO ( Collateralized Debt Obligation [\[url=http://www.hkiva.com.hk/mortgage.php\]](http://www.hkiva.com.hk/mortgage.php)[\[color=black\]](#)[\[url\]](#)擔保債務權證[\[color\]](#)[\[url\]](#) ) 風險那麼大，也沒有看到銀行加很大的杠杆，所以他覺得美國不會有這樣的崩盤。

但對於新興市場而言，馬克斯沒有那麼樂觀，他認為有些經濟體會經歷[\[url=http://www.hkiva.com.hk/iva\\_case1.php?page=2\]](http://www.hkiva.com.hk/iva_case1.php?page=2)[\[color=black\]](#)[\[url\]](#)非常嚴重的債務重組[\[color\]](#)[\[url\]](#)。

附：林利軍與霍華德·馬克斯對話實錄

林利軍：我是一級市場股權投資者，投資了不少技術型的公司。現在由於全球化，地球是平的，在美國發生的事件，並不僅僅影響美國。根據你[\[url=http://www.hkiva.com.hk/drpf.php\]](http://www.hkiva.com.hk/drpf.php)[\[color=black\]](#)[\[url\]](#)50年的投資經驗[\[color\]](#)[\[url\]](#)，你認為週期受到了信息化時代的哪些影響？

霍華德·馬克斯：回到40年前的1979年，如果那個時候你已經出生了，而且已經工作，你會感覺大背景是固定的，世界沒有變化，是一個常量，就像舞台的背景。舞台上的活動都是在背景不變的情況下發生的，基本面沒有改變。

在我小時候，漫畫書每年的售價都是10美分，沒有通縮，也沒有通脹，沒有巨大的變化，大部分的勞動都是機械化的人的手工勞動，幾十年都不變，雖然有小的變化，但沒有那麼快。

可是我們快進到眼前，一切都在變化。今天的世界和20年前1999年的世界已經幾乎沒有多少相似度了。

今天，沒有人認為我們的背景是常量。你可以[\[url=http://www.hkiva.com.hk/iva.php?t=1\]](http://www.hkiva.com.hk/iva.php?t=1)[\[color=black\]](#)[\[url\]](#)安全地、明智地賺錢[\[color\]](#)[\[url\]](#)，但一定要考慮世界的變化。

我很羨慕你有能力投資於科技股，世界的快速改變帶來了機會，讓你能有很高的收益，但是也[\[url=http://www.hkiva.com.hk/iva.php?t=1\]](http://www.hkiva.com.hk/iva.php?t=1)[\[color=black\]](#)[\[url\]](#)損失的風險[\[color\]](#)[\[url\]](#)。

[com.hk/index.php](http://com.hk/index.php)增加了你損失的風險。

回到1999年，美國科技股泡沫崩潰。當時有人說，英特網會改變世界，如果你能找到一個英特網或者電子商務的股票，你就應該不管價格多高都要買進。可事實上發生了什麼呢？英特網改變了世界，但98%的公司都失敗了。

你可以通過找到好的趨勢線來指導自己的投資，通過理解變化、<http://www.hkiva.com.hk/mortgage.php>把握變化來指導投資，但是你要提高你的正確率，至少你的正確率要比別人高。

比如說你買了一隻科技股，然後它被證明失敗了；或者假如你買了一隻成功的技術股，但是由於受到追捧，價格過高。這兩種情況都有可能發生。

所以我們首先要看到大的趨勢，看到別人看不到的大趨勢。與此同時，還要理解，在這些趨勢之下，現行公司的真正價值是多少。

即使對於科技股來說，這兩點同樣也是<http://www.hkiva.com.hk/about.php>投資成功的基本要素，不能因為認為科技股好就<http://www.hkiva.com.hk/iva.php?t=1>把錢砸上去，我們還是要比時長，比別人要有更好的判斷。

林利軍：50年，你“賭”對了5次，這非常智慧。我猜你是在頂點或者穀底的時候去<http://www.hkiva.com.hk/drph.php>投資的，我覺得金融危機非常關鍵。過去幾年我們看到了幾次主要的危機，2008年的<http://www.hkiva.com.hk/bust.php>次貸危機、1998年的亞洲金融危機等等，那展望未來，下一場危機將發生在哪裡？發生在什麼時點？

霍華德·馬克斯：首先，儘管像你以及今天在座的其他人一樣，我也看到了危機，但是並不等於，<http://www.hkiva.com.hk/index.php>就有規律性。

比如在20世紀90年代末，你看到有<http://www.hkiva.com.hk/about.php>東南亞危機、互聯網危機、全球金融危機，這時候會有一種幻覺，讓你感覺一切的背後都會有泡沫，泡沫最後都會<http://www.hkiva.com.hk/bust.php>崩盤。

但是以後未必是這樣，我們可以有各種各樣的熊市和牛市，熊市雖然令人沮喪，但並不一定是災難性的。

所以我今天要提醒大家警惕，我們未必會重演經歷過的危機，但也不是說它們一定不會再重來。

在我剛才的演講里，我講的不是起起落落，我講的是，極端的價格和極端的調整才叫做危機和崩盤。

今天很多人問我一個問題，我們是否處在泡沫中？接下來是否會崩盤？是否會經歷2008年的情況？

2008年金融危機的發生有三個因素，大部分崩盤都有這三個因素。一個是次貸危機，那是沒有任何實質性東西的；第二，華爾街那些聰明的人，創造了一些杠杆的結構性工具來<http://www.hkiva.com.hk/mortgage.php>投資；而銀行的聰明人，放了32倍的杠杆，而且買來的是風險最高類別的杠杆的結構性工具。

但今天展望世界，我沒有看到像次貸危機這麼大的問題，也沒有看到投資工具像過去CMO ( <http://www.hkiva.com.hk/mortgage.php> Collateralized Mortgage Obligation ) 抵押擔保債券 )、CDO ( Collateralized Debt Obligation <http://www.hkiva.com.hk/index.php> 擔保債務權證 ) 風險那麼大，也沒有看到銀行把杠杆放到32倍，所以我覺得美國不會有這樣的崩盤。

林利軍：那你覺得新興市場會崩盤嗎？

霍華德·馬克斯：15年前，我們公司主要是做固定收益投資，15年前或者更早的時候，<http://www.hkiva.com.hk/about.php>大部分新興市場都還是主要做股票融資，他們覺得風險太高而不願意<http://www.hkiva.com.hk/drph.php>借貸，所以主要是做股權。

可是在過去15年中，新興市場<http://www.hkiva.com.hk/iva.php?t=1>有能力借貸了，現在他們的杠杆比過去高很多，尤其是很多新興市場借了大量的美元<http://www.hkiva.com.hk/contact.php>

black]債[/color][url]。

我們知道這有一個問題，你欠美元但是不能印美元，有些國家獲取美元的能力又非常弱，所以今天對大部分新興市場來說，主要的難度就在於，如果你杠杆太高，還用美元[url=http://www.hkiva.com.hk/index.php][color=black]借債[/color][url]，假如以後你的貨幣彙率相對美元貶值，[url=http://www.hkiva.com.hk/bust.php][color=black]償債能力[/color][url]會受到影響。我想，以後有些經濟體會經歷非常嚴重的[url=http://www.hkiva.com.hk/iva.php?t=1][color=black]債務重組[/color][url]。

林利軍：在你的第一本書里講了20件投資最重要的事情，但是第二本書里，你只講週期。如果要出版第三本書，你要寫什麼？

霍華德·馬克斯：在投資里最主要考慮的是風險，[url=http://www.hkiva.com.hk/iva.php?t=1][color=black]風險[/color][url]來自於週期，週期來自於人性。我們要研究人的行為。

很多人以為，投資意味著要瞭解[url=http://www.hkiva.com.hk/index.php][color=black]經濟學、會計學和金融學[/color][url]，但是我要告訴大家，要想好好做投資，還要瞭解人的行為，只有這樣才能[url=http://www.hkiva.com.hk/][color=black]做一個更稱職的投資人[/color][url]。所以也許我寫第三本書的話，我會研究人的行為，行為投資學。

林利軍：你在書里有講到政府的政策製定在經濟中的作用，在中國有不少政策的週期，我想美國應該也有加強監管、放鬆監管等，可是在你的書里，卻沒有過多地講監管週期、政策製定的週期？

霍華德·馬克斯：一本書不可能把所有東西都覆蓋到。剛才我講了，我從1990年開始，給客戶分享了30年投資備忘錄，這些備忘錄都在網站上供大家免費參閱，我鼓勵大家有機會都去看一下我的[url=http://www.hkiva.com.hk/mortgage.php][color=black]投資[/color][url]備忘錄。在大概10年前，2009年初，我寫了一次關於監管週期性的備忘錄。

監管也有週期性，尤其在市場出現了不好的事件時，往往是因為人們走極端，然後政府決定通過自己出手，出台一些規則，把這些不好的行為從市場上剔除出去，讓市場變得更安全，讓市場的表現穩定下來，不再有極端的波動。

人們沒有這些不好的極端波動體驗後，會覺得更安全，一切可以相信這個[url=http://www.hkiva.com.hk/about.php][color=black]市場[/color][url]了，那麼企業的高管在去監管的情況下，就又會有了不好的行為，這個週期就又回來了。

監管週期是存在的，但是在今天，監管的週期更長。1920年代，美國出現了大蕭條，當時主要因為證券市場的監管不夠，出現了市場崩盤。1930、1940年代，美國出台了一些重要的證券監管法令。

後來一段時間美國的工業化開展得很好，經濟增長也非常成功，到了1980年代左右，人們開始崇拜[url=http://www.hkiva.com.hk/dr.php][color=black]資本[/color][url]主義經濟學家，戴卓爾夫人、里根總統被視為資本主義的標誌性人物。

然後就取消了一些三四十年代的監管政策，當時覺得這樣市場可以表現更好，[url=http://www.hkiva.com.hk/mortgage.php][color=black]賺更多錢[/color][url]，所以就有一些過激的行為。

1930年代通過的《格拉斯-斯蒂格爾法案》，規定不能把商業銀行和投資銀行結合在一起，這使得長期以來美國的[url=http://www.hkiva.com.hk/iva.php?t=1][color=black]金融系統[/color][url]很安全。但是後來這兩者的結合導致了金融危機。

我們確實會看到有這樣的監管週期，但也是一個比較緩慢的週期。

---