

橡树资本备忘录：对近期上涨的剖析

来源：橡树资本

作者：霍华德马克思

翻译：戴国晨

大家都知道市场近期的情况：

- 今年 2 月 19 日美国股票市场创出新高，S&P500 达到 3386 点
- 然后投资者开始恐慌新冠病毒，导致市场以最快的速度步入熊市，S&P500 五周内下跌 34%到 2237 的低点
- 该低点出现于 3 月 23 日，美联储当天宣布开启扩张计划来应对因新冠导致的经济停摆
- 而后股票市场和信贷市场都开始了巨幅反弹

反弹以一种极为剧烈的方式展开——3 月 24 到 26 日 S&P500 上涨了 17.6%，是 80 多年以来的最大三日涨幅——到了 6 月 8 日股票从低点反弹了约 45%。3 月 24 日到 6 月 8 日间共 53 个交易日，其中有 33 个交易日上涨，有 24 个交易日上涨超过 1%（包括历史上头一次九连阳）。到 6 月 8 日的时候，S&P500 相对于二月份的高点只下跌了 4.5%，当年的年度收益率已经回到持平的状态。

我写这篇文章意在进一步思考市场近期的上涨和带来的影响。和往常一样，我的目标不是预测未来，而是对本次上涨做出解读和剖析。

我被问到的一些问题往往揭示了投资者目前的所思所想。市场在六月初的高点时最常见的问题是：“股票在如此严重的传染病和萧条环境中怎么会表现这么好？”“证券市场是不是脱离了基本面？”“这是不是一次非理性上涨？”

为了回答这些问题，我也有机会更进一步研究这次的市场暴涨。全球正在和一个世纪以来最严重的传染病作斗争，同时面临 80 多年来最糟糕的经济收缩。然而股票市场——理论上说是目前情况和未来预期的晴雨表——却出现了罕见的上涨并几乎回到新冠发生之前的水平，当时经济依然正常运转且前景一片大好，怎么会出现这样的情况呢？

市场的大幅反弹可能有很多原因，并且在我写这个备忘录的时候，人们还会看到越来越多的乐观因素出现。（和往常一样，市场涨得越高，投资者对未来上涨预期合理化的能力越强），我总结的原因如下：

- **投资者充分相信美联储和财政部有能力带来经济复苏。**在经济停摆，复工重启并逐渐开始回到常态这一过程中，投资者对官方所采取的措施感到相当满意和乐观。每个人都知道复苏会是一个渐进的过程，甚至会有反复——现在很少有人会提有力的 V 型反转了，但是大家都认可复苏的确定性。
- 随着市场逐渐复苏，新冠整体的确诊人数和死亡人数开始向好的方向发展，尤其是纽约这样的州，经历了疫情早期和最糟糕的疫情爆发期，目前正在好转。多地的每日新增降到了非常低的水平，第二波疫情的苗头也被抑制住了。**大多数地方的感染曲线都实现了明显的扁平化。**
- 简而言之，大家最害怕的事情并没有出现——比如医院床位和防护设备的短缺，重启后立刻出现第二波疫情等等，这极大程度上缓解了大家的情绪。
- 投资者对有关疫苗，测试和治疗方法的乐观情绪日益增加，认为疫情很可能在某刻会得到妥善解决。
- 人们回顾流行病历史，逐渐习惯新冠病毒只是其中之一，并没有什么本质的不同。人们可以很容易的

讲：很高兴疫情终于结束了（或即将结束）。

- 正面的经济数据强化了这一结论，当前季度空前的经济下滑为未来三个季度的巨大增长提供了可能，并且我们会在 2021 年中期看到可观的年度增长。
- **所以总的来说，投资者已经透过目前的经济滑坡看到了未来的乐观景象。虽然今年的 GDP 和公司盈利水平会大幅下滑，但投资者已经预期到了 2022 年的时候，S&P500 整年的盈利会超过 2019 年全年与原先 2020 年的全年预期。**
- 由于整体上相对乐观，投资者不用再维持这样的低价格水平和高风险溢价，市场价格也就开始回升
- **换句话说，从经济整体和公司所采取的应对措施来看，投资者认为一切顺利，或者至少在朝着正确的方向发展。**

货币政策和财政政策也为市场的上涨带来了巨大的正面影响：

- **“别和美联储做对。”这样的声音从 3 月 23 日那一周起逐步加强。投资者在近期发生的一切中意识到美联储可以完全控制利率水平，而且市场会紧紧跟随央行的决策。市场涨得越高，就有越多人认为美联储有能力且有意愿维持市场的上涨。**
- 美联储和财政部表态他们会尽一切努力来缓解目前遇到的问题，美联储主席杰罗姆·鲍威尔和财政部部长史蒂芬努钦在这次的事件中反应迅速有力，并且鲍威尔的声明“我们的弹药不会用尽”起到了非常正面的作用。
- 美联储表示他们会在足够长的时间内继续购买资产，而且并不担心赤字和债务的增加，由此可见其资产购买行为不存在上限。
- 当美联储购买证券时，相当于把钱交给了证券卖方，而这笔钱会以再投资的方式继续运转。再投资的过程会抬高资产价格，降低利率和长期回报率。
- 还有一个预期是美联储并不会在意所购买资产之间的区别，也就是说美联储并不会只购买那些有价值，提供可观长期回报和信用良好的资产来规避违约风险。其实际目标是保持市场流动性并保证资本能够提供给需要融资的公司。**这一目标也说明美联储并不排斥市场价格高估经济基本面的情况。**
- 每个市场参与者都相信利率会长时间维持低位。（6 月 10 日美联储宣布，到 2021 年甚至 2022 年都不会有加息操作）。
- 美联储维持的低利率在很多方面起到了正向作用：
 - 联邦基金利率越低，投资者使用的折现率就越低，因此未来现金流的现值就越高。这是降低利率导致资产价格上涨的一种方式
 - **无风险利率是利率曲线和资本市场线 CML 的出发点，因此降低无风险利率也降低了由此衍生出的所有预期回报率。**所有可选投资的先验回报率都和无风险利率相关，因此低利率环境下哪怕是最低的回回报率也非常有吸引力。
 - 所有的资产都由相对价值内在联系，哪怕美联储只是购买了资产 A 而没有购买资产 B，A 资产价格的上涨和预期回报的下跌也会影响 B 资产，推高价格使其脱离原来的回报水平。因此如果美联储的资产购买计划推高了投资级债务价格，那么高收益债的价格也会随之上涨，如果美联储买了堕落天使——从 BBB 降级到 BB 的债券，这一举动也会抬高 B 评级债券的价格
 - 债券的收益率降低意味着债券相比股票的吸引力减弱。这也是相对价值理论的另一种表述。因为绝对回报降低，市场中拒绝购买资产的人越来越少。
- 总的来说，美联储创造了一个对融资极为有利的市场环境，市场以创纪录的规模发售债券，并且都被超额申购。**不管是商业模式多糟糕的亏损企业，只要能够将债务重定价，借更多的钱，它们就能继续维持经营免于破产。而美联储也不担心那些偿债支出大于 EBITDA 的僵尸型公司和由此带来的道德风险。**

显然行为因子也是一个很重要的驱动因素：

- 尽管 2 月 19 到 3 月 23 日市场处于下跌状态，很快投资者就出现了抄底的想法和对动量的追随。如今市场有很大比例的交易是由指数基金进行的，ETF 和不进行主动估值的机构一旦开始转向，就在很大程度上推动了上涨趋势的延续。
- 投资者非常乐观的看到美联储似乎在给市场提供一种“鲍威尔保护”，如同 1990 年后期（2000 年初）的“格林斯潘保护”和 2008 年金融危机中的“伯南克保护”一样，这种鲍威尔保护市场的信仰认为美联储别无选择，必须维持市场在高位来保证金融市场平稳运行，并让信贷市场始终对借款企业敞开大门。
- **因此 FOMO（害怕错过上涨）取代了大家之前对下跌的恐惧，使得市场出现了关键的情绪转换**
- 据说个人投资者在这次的股票上涨中起到了关键作用，尤其是在一些非理性的方面，比如疯狂购买一些已经破产的公司，像租车公司 Hertz，价格一度暴涨到让公司可以发行新的股票筹资，哪怕这些股票最后都会一文不值（在破产流程中发行新股筹到的资金极有可能全被用来偿还债务，不然债权人都可能一无所获）。而且最近有大量的看涨期权成交，主要是中小投资者在购买。像这样的操作充分表明市场目前投机氛围浓厚，缺乏审慎分析。
- 也有理论表明，政府给每个人发放的补助金一定程度上支持了个人投资者的投机行为。这确实有一定道理，因为过去三个月中没有体育赛事供人们赌博下注，而股票市场是唯一开放的赌场。
- **重要的是，市场的基本面和估值似乎开始背离。**在这次疫情中受益的股票——比如数字内容提供商和线上购物平台，股票价格达到了“高不见顶”的程度。而受负面影响的股票如旅游，餐饮，线下消费和赌场，价格均大幅反弹，哪怕此时很多企业还处于关闭状态无法继续运营。投资者被受益股票的正面预期所鼓动，也被受损股票的大幅下跌和低单价所吸引。

在上述所有因素的作用下，乐观的可能性压倒了悲观和怀疑，使得市场出现“熔断”和“恐慌式购买”。从 3 月 23 日的低点一直到今天长达 11 周的连续反弹中，市场出现了太多这样的记录。

简要总结一下，正如我的合伙人布鲁斯卡什作为魔鬼代言人所问的问题：美联储可以永远持续购买债务吗？如果这么做可以永远保持资产价格在高位吗？**目前来看，市场上很多投资者认为可以。**

然而另一方面……

我不会用同样的长篇大论来讨论目前存在的负面因素，尤其我从保持谨慎的角度出发，在近期的备忘录中已经讲了很多。这些负面要素到目前依然存在：

- 相对于那些控制新冠疫情比较成功的国家来说，美国的疫情控制更多是以自愿而非强制的方式展开。因此随着经济重启，疫情存在二次爆发的可能
- 随着应对疫情带来的疲劳和很多人认为停摆比疫情更糟糕的观念，人们可能不会再有同样的动力进行二次隔离，由此医疗系统可能会受到冲击，使死亡率大幅上升。
- **有可能疫苗并不会像我们预期的这么快出现**，或者可能由于病毒自身的变异，疫苗带来的缓解作用在时间和效果上很有限。
- 实际 GDP 在二季度会下滑 20%-30%，全年将下滑 5%-10%，而 2020 年底到 2021 年失业率会在 10% 左右
- **复工复产缓慢对经济复苏的影响**，大量的小企业可能不会再开门，上百万的工作岗位可能永久消失。特别是人们需要一定时间才能重回正轨，政府对复工后的营业方式也有规定，很多公开营业的生意可能不会再回到停摆之前的利润水平。
- 担心政治和经济出现不稳定因素，阻碍未来美联储和财政部运用货币和财政工具来对抗经济下滑的能

力。

- 疫情对各州政府和市政府金融情况的长期损害
- 在美联储和财政部的系列政策下仍然出现大规模破产和违约的可能性
- **疫情对商业模式的永久性改变，比如对零售业，旅游业，商业地产和高密度城市中心的运营等**
- 潜在的持续通胀（或者通缩）可能会长期伤害美元的储备货币地位，降低美国的信用评级，为美国快速增长的债务带来巨大成本压力。

我们总是可以列出很多正面和反面观点，归纳并论证各项因素的合理性。关键是在目前的市场环境中，投资者更重视什么因素决定了市场的走向。显然在 3 月 23 日的低点之后，投资者更聚焦于正面因素。

是否合理？

是的，我们看到市场在二月中旬和三月底出现了恐慌性抛售，S&P500 暴跌且高收益债的收益率在四周半里暴涨了三倍。是的，我们也看到美联储和财政部避免了衰退的发生，把我们带回了复苏的轨道。**但是这是否能够支持股票市场从低位上涨 45%，并让高收益债的收益率从高点下跌一半？目前证券的价格是否合理？**换句话说，市场反弹并非不合理，但是反弹的幅度是否合理？

当然上述问题的答案非常依赖于看待问题的角度。如果存在一个清晰可靠又广为接受的证券定价方法，那么（1）证券会在该价格附近交易（2）过度乐观的高价和过度悲观的低价就不会出现。但是大家往往在情况好的时候极为乐观，夸大正面因素，而情况不好的时候异常悲观，加重负面效果。这也导致极端的高点和低点总是周期性出现。（如果想要了解这方面的更多有关信息，可以参考我 2018 年的书《把握市场周期》）

现在市场的反应越来越快，可能是因为信息和观点越来越公开，也可能是由于投资本身日益风靡，或者大家愈加追求短期表现。在过去的四个月中我们已经见证了这一点，市场从高点下跌 34%到危机时的低点花了不到五周，而反弹 45%到 6 月 8 日的高点只用了 11 周。这是极为迅速且巨大的市场波动。

在我的备忘录里我曾写道（2016 年 1 月）：

这是疯狂的事情之一：在现实世界中，情况往往在“还不错”和“不太妙”中波动，但在投资的世界里，人们的感受往往在“完美无瑕”和“毫无希望”间摇摆。

因此在 2020 年，市场以一种前所未有的速度发生了从“完美无瑕”到“毫无希望”再回到“完美无瑕”的转变。而挑战就在于区分其中合理和异常的部分。

底线

这里我想用回一些投资格言来表达我的观点，这些经过时间检验的道理包含了太多智慧。我经常提到牛市三段论，这是 1970 年代中期一位很有经验的投资者与我分享的道理。每次市场上涨都以这样优美的方式展开，并且以我的了解准确的反映了现实情况：

- 第一阶段，只有极少数先知先觉的人相信情况可能好转
- 第二阶段，绝大多数投资者意识到了情况在变好
- 第三阶段，每个人都认为一切永远会越来越好

回顾一下之前的情况（这也是我们加深认知的主要方式），第一阶段从3月中旬开始，到3月23日达到巅峰，可以确信很少有人在那个时候会考虑经济好转或者股票市场上涨。然后我们很快的度过第二阶段并直接走向第三阶段。

在6月8日触及高点的时候，市场似乎只关注和消化了所有的正面因素，而忽视了潜在的负面因素。这只是我自身的观点，我认为市场选择性的重视且过度重视了正面因素的作用。

我旗下的公司对五月和六月的上涨保持了谨慎态度。到5月12日，S&P500从3月23日的低点反弹了28%，史上最优秀投资者之一的斯坦德鲁肯米勒当时曾表示：“目前股票市场的风险回报比率可能是我职业生涯中最糟糕的一次”。第二天另外一位优秀投资人大卫泰珀也表示：“可能现在的股票市场是我见过第二高估的时刻，仅次于99年的互联网泡沫时期。”

在他们两位发言之时，市场的预期市盈率和席勒市盈率都高于正常值，更不要说现在经济所面临的高不确定性，以及GDP和盈利水平在未来会大幅下滑。

然而在那之后直到6月8日，S&P500继续上涨了13%，这要么证明了（1）市场高估不代表“马上会跌下来”，或者是（2）德鲁肯米勒和大卫泰珀都错了，我觉得应该是（1）。在6月8日，德鲁肯米勒表示自己“感到谦卑”（在投资这一行，如果你从未感到过谦卑，说明你的投资表现没有被真正评价过）我只知道很多聪明有经验的投资者都认为，目前资产价格相对于基本面来说大大高估了，时间会证明一切。

当然并不存在一种绝对方法来衡量市场的上涨是否合理，或者市场价格过高过低。不过我们可以提出如下一些问题：

- 投资者是否理性的考虑到了所有正面和负面的因素？
- 这些让市场上涨的正面因素被证实的概率有多高（或者有多大概率负面因素会得到加强）？
- 这些正面因素是基本面驱动的（基于价值）还是技术面流动性驱动的（比如货币泛滥）？如果是后者，这种影响是暂时的还是长期的？
- 市场有没有因为过度的乐观而上涨？
- 这种乐观有没有让投资者忽视合理的负面意见？
- 基于企业盈利，销售和资产价值的估值指标有没有超越历史正常水平？

上述这些问题无法直接告诉我们市场上涨是否合理或者目前的资产价格是否高估，但是能帮助我们进行判断。**我可以总结如下：我们所看到的市场强力上涨是基于乐观情绪；考虑了正面的预期因素而忽视了潜在的负面因素；很大程度上由美联储注入流动性和财政部的刺激计划推动，投资者假设了基本面会复苏而且潜在的糟糕负面结果不会出现。**

我们可以预期从三月底的低位出现反弹是必然事件，但是没想到反弹来得如此之早，如此之快，且幅度巨大。S&P500昨晚收在3113点，相对于危机前的高点只下跌了8%。因此我认为，未来由超预期的正面因素或是估值水平进一步扩张所带来的潜在收益，并不能弥补情况不及预期或是估值收缩所带来的下跌风险

换句话说，目前的基本面预期可能是向好的，但是考虑到证券市场的价格水平，赔率并不站在投资者这一边。

2020年6月18日