

## 虚幻的盛宴

BLOWING BUBBLES in the Punch Bowl

作者: JOHN RUBINO



## 虚幻的盛宴

通过研究估值过高的公司的历史，投资者将受益匪浅，可以发觉未来的警告信号

2000 年春天，技术股泡沫泛滥时，Jeff Bronchick 的电话响了，他的几个资金经理的朋友打电话问他同样的问题：“你有没有听到 Bill Miller 怎么评论你？”

Jeff Bronchick 是 CFA，现在任洛杉矶的 Reed Conner & Birdwell 公司的首席投资官。当时，他是热门网站“TheStreet.com”为数不多的几个“价值”评论员之一。他在最近的专栏文章中，尖锐地质问 Legg Mason 公司著名的基金经理 Miller 大举进仓 Amazon.com 公司的股票是否明智。Bronchick 回忆道，专栏文章发出不久，Miller 在一次投资者会议上说：“他（Bronchick）发表演讲，做 PPT 展示，然后说：‘现在我们有了 Bronchick 模型。’接着，他又在全球最聪明的 400 个人面前羞辱我。”事实证明 Bronchick 是正确的，而 Miller 是错误的。Amazon 公司的股票在下一年中下跌了 80%。现在 Amazon 的股票交易仍然活跃，价格也不错，但是，即使是今天，其价格仍低于 2000 年初的水平。

这里面至少可以吸取两个教训。第一，退出快速成长的股票可能会损害你的声誉，至少在短期内会影响。第二，当市场位于高位时，即使是最聪明的投资者也会被定价极不合理的股票所戏弄。

所以，如果估值过高的股票在所难免，他们的出现是不是有什么预兆和规律呢？答案是：既有也没有。具体情况因股票而异，但有一些共同适用的规律，包括：

**新颖。**1929 年时，估值过高的股票有上百只，但 1933 年时却很少。为什么呢？购买恐慌通常发生在市场气氛高涨、贪婪超过恐惧的时候。当新技术、新商业惯例、或者领导层变更使投资者认为经济周期已经结束时，这种状况最容易发生。如果经济衰退已经过去，那么那些过时的、规避风险的商业惯例和估值模型也要成为过去。杠杆成为“创新”，胆大者便可以从中获利。

**市场情绪高涨。**当情绪高涨的人们看到无限的前景时，他们愿意为这一过程的驱动力量付出高额成本。他们中，有些雄心勃勃的公司的确改变了世界（如 Cisco），但有些是泡沫的产物，泡沫一旦破灭，他们便难以生存。想一想当年的网络公司和次级贷款公司，当市场情绪从高涨转为恐惧和厌恶时，过高的估价破灭了。下面是一些例子：

### 美国无线电公司（RCA），1929

20 世纪 20 年代是一个新的经济时代。第一次世界大战后，短暂的和平时期到来。突然之间，人们有能力购买 Model T（福特的著名车），收音机使人们可以实时收听广告信息。Rockefeller、J.P. Morgan 等经营的公司托拉斯使商业合理化。时任美国财政部长 Andrew Mellon 降低税赋。同时人们认为 1913 成立的、旨在控制美国货币供应的联邦储备委员会已经消除了经济周期。

乐观的消费者开始贷款购买汽车和房子。投资者开始推测公司在遥远的未来的业绩表现，并用前所未有的高价购买股票。当时，政府对市场的监管极为有限，大鱼吃小鱼现象频频发生，投机者操纵股价，从中牟利。

道琼斯工业平均指数（DJIA）从 1928 年的 191 点上涨至 1929 年 9 月的 381 点，投资者透支率（margin debt）飞涨，市场市盈率在 20 年代早期认为比较稳健的水平上增长两倍，达到 30 倍。

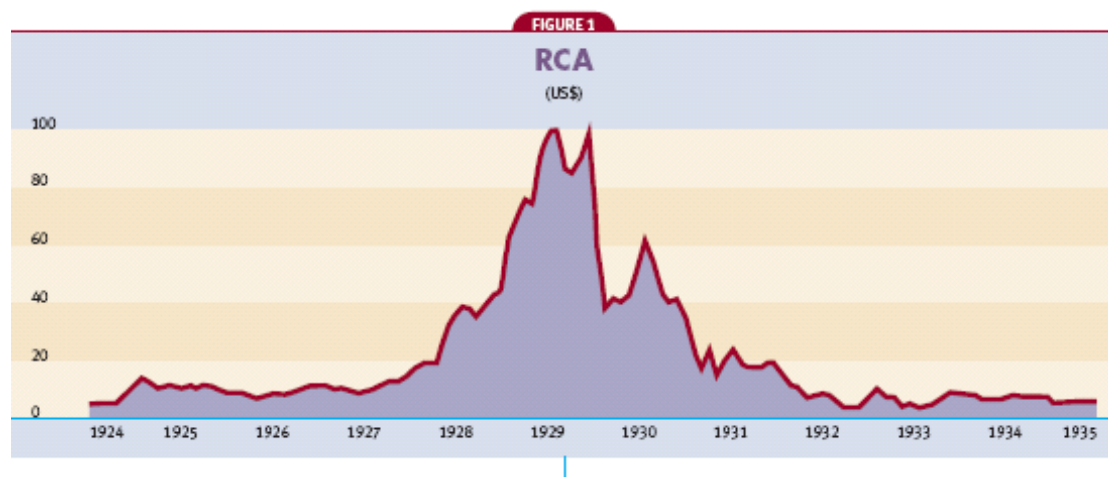
每个人都需要美国无线电公司（Radio Corporation of America, RCA）这一领先的无线电设备制造商。美国的每个家庭、每辆车上都将安装收音机，欧洲和亚洲的家庭和汽车上也将随之安装。广阔的前景在 RCA 面前展开，随之而来的，公司的股价也从 1928 年的 19



美元飞涨至 1929 年的 100 美元。股价最高时，其市盈率达 72 倍。

后来，泡沫破灭了。在一系列的“黑色”交易日内，美国和欧洲市场如火山爆发，随后几年内，“咆哮的二十年代”蜕变成“大萧条”。在巨变的过程中，RCA 一直是一家优秀的公司，是那个时代的 Cisco，正如人们所期望的那样，全球各地的家庭和汽车上都安装上了收音机。但是，这一些对 RCA 的投资者却无济于事，如图 1 所示，RCA 的股价在 1932 年跌至谷底 3 美元。

图一：

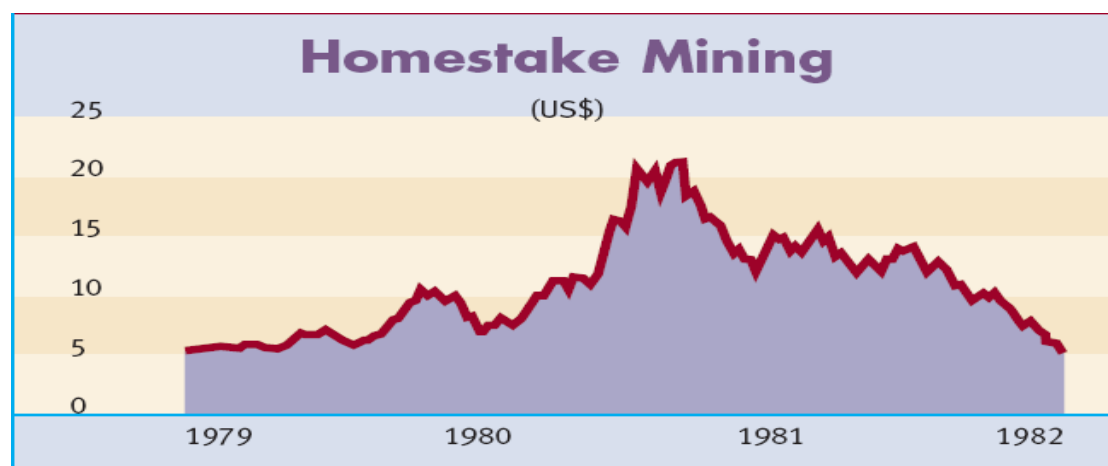


### 霍姆斯特克采矿公司，1980

二十世纪 70 年代初，美国政府努力削减越战耗资，并开始实施医疗保险等福利。紧张的外国政府正忙于将美元换成黄金，为此，尼克松总统于 1973 年关闭了“黄金窗口”，使美国直至世界经济脱离了金本位制。接着又发生了首次阿拉伯石油禁运，惊恐的投资商们开始为金钱寻找避风港。许多人选择了黄金，当时唯一不受政府印钞政策影响的货币形式。于是出现了罕见的抢购热潮，大批资金涌入有限的黄金市场，驱使黄金价格狂飙。

像霍姆斯特克这样的采矿公司在当时并不多见。金汇创始人 James Turk 说：“70 年代时，绝大多数黄金产自南非。”金汇是全球最受欢迎的数字金币支付体系。由于霍姆斯特克的矿产分布于南达科他州的黑山地区，这对于偏爱美国资产的投资商很有吸引力。随着黄金价格飞升至 800 多美元一盎司，霍姆斯特克公司的利润猛涨，股票价格翻了两番（见图 2）。

图 2：



投资商们一度以为 70 年代的货币与政治混乱遥遥无期。但 Turk 说：“世界末日并未来

临。”事实上，政府、企业及家庭的收支状况都很不错，并且由于通货膨胀降低了负债的成本，发达国家的金融结构反而得到了改善。至于黄金，Turk 说：“黄金价格表以及人们的行为都表明存在着泡沫。1979 年 9 月黄金价格为 400 美元/盎司，四个月后又翻了一番，人们纷纷把传家宝拿到纽约 42 大街融成金属。晚间新闻总会报导当天的黄金价格。显然那是不正常的现象。”

不久工业化国家就着手解决其经济困境，他们提高了利率，并减缓债务。接下来的二十年黄金价格不断下滑，而霍姆斯特克的股价也一直徘徊在十来块美元。

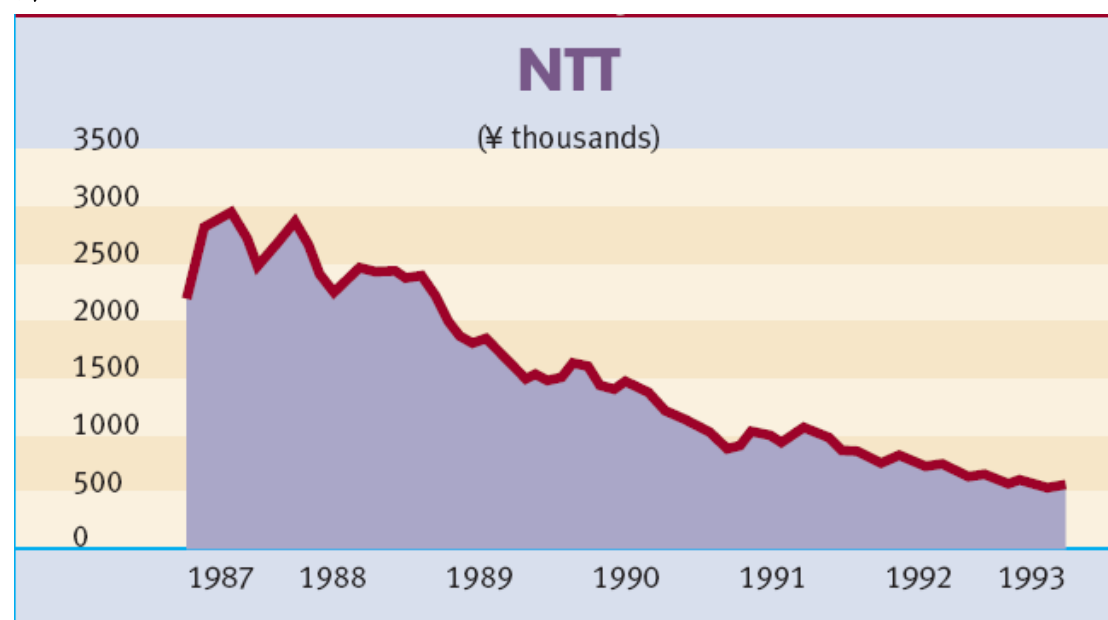
### NTT, 1989

Edward Chancellor 在他的经典著作《投机狂潮》中写道：“投机热情通常是自大的表现。正因为此，我们发现历史上的投机狂潮都发生在经济霸权从一国向另一国转移的时期。”这在 80 年代的日本得到了最好的验证。那时的日本在生产了几十年低端电子产品和玩具后，成功向产业链上级转移，从生产割草机引擎、晶体管收音机到生产汽车和电视机。日本生产商在生产生活必需技术用品方面已经超过了他们的西方同行，由此引进了大量的资本。

日本公司很快便开始了 80 年代版的日元利差交易，他们向外国投资商出售债券，将所得资金用于货币和股票市场，形成了良性的循环：货币和股票投机增加了企业收益，进而提高股价，而股价上涨又使投机更加有利可图。同时，日本的会计准则允许银行将公司持有的其他公司的股票计为资产，这就形成了又一个良性循环：银行通过房地产贷款提升企业资产价值和股价，进而提高银行资本，提供更多贷款。到 1990 年时，日本的房地产和股票价值已高出其美国同行。日经 225 股价指数市盈率达到 80，股息收益率 0.38%，市净率为 6。

NTT 既是日本经济浪潮的推动者，也是受益者。它是全国性的电话公司，二十世纪绝大多数时间都归政府所有。它于 1986 年 10 月以 197 万日元的价格进行首次公开招募，部分私有化了。（见图 3）

图 3：



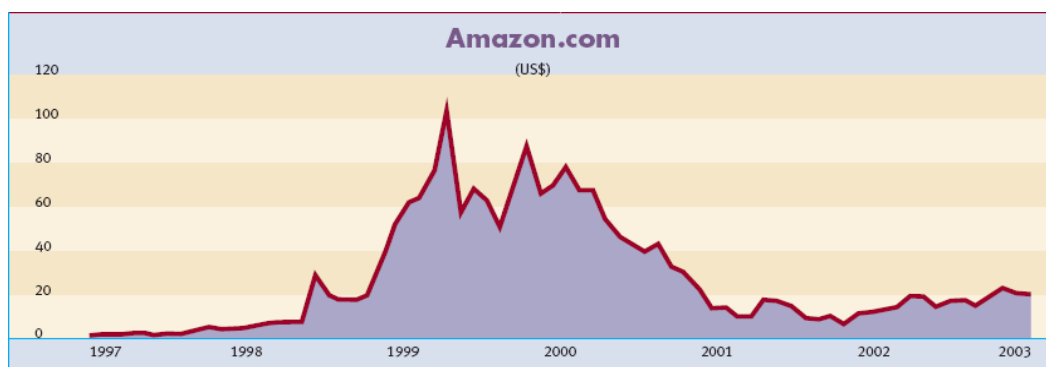
NTT 的成功是多层面的技术成功。它是世界上增长最快的主要经济体内的领头电信公司，它使日本每家每户都实现电力通讯，并向数据服务和移动手机领域进军，接着又进军发展中国家市场，进军中国！同时，日本的很多投资者以为财政部是永远不会让王冠上珠宝的价格下跌的。Edward Chancellor 写道，当时的《日本经济学报》报道：“个人投资者认为买 NTT 就是在买整个日本。”NTT 的股价一年内飞涨到近 300 万元，高峰时期交易价为收益的

200 多倍，总市值达到 50 万亿多日元，约合 3760 亿美元，比当时西德和香港股票市场的价值之和还要高。可惜好景不长，随着 NTT 的私有化，电信市场出现了部分不规则现象，竞争更强烈，NTT 的巨额利润空间缩小了。公司的高管陷于各种受贿及幕后操纵交易等丑闻中，有些甚至锒铛入狱。到 1987 年下半年，NTT 的股价开始下跌。接着日本经济开始萎缩，房地产-股价-银行利润这一良性反馈循环被完全颠覆：银行资本与股价一起下跌，贷款也大幅减少。后来就发生了第一次海湾战争及 1990-1991 年的经济大萧条，而日本的出口导向型经济所受创击尤为严重。日经 225 指数从 40,000 点的高位降到 90 年代中期的 15,000 以下，资产价值下降过半。NTT 的股票也遭受了同样的悲剧，到 1992 年已从最高点下跌了 80%。

### Amazon.com 2000 年

终于说到了 90 年代。真的很想把 20 年代的事情复制到 90 年代，然后换几个名字就是了。因为两者存在惊人的相似：没有战乱，科技日新月异，美联储信心满满，大家普遍相信商业周期性已经减弱，投机者比比皆是，当然了，还有一点，腐败现象猖獗。我们不妨套用下马克吐温的话，历史不会重复自己，但却像押韵一般按规律发展。回顾那段时间，我们发现并不是从 90 年代初股市就进入了科技股繁荣期，但是到了 90 年代末，整个市场都仿佛在进行斋戒前的盛宴。人们都相信不久的将来世界将被网络连接起来——所有人都在网上购物，点播高清晰电影。优秀的卖方分析员（其实暗地里听命于所在公司的投行经理）会信誓旦旦地向眉头紧锁的 CNBC 的记者保证最激进的、最大的赌注往往就是最成功的，因为市场不可能再次出现大跌。《36000 点的道琼斯》成为 1999 年最热销的书籍。传统的估值方法，如市盈率、市净率又一次显得过时，取而代之的是眼球（网络经济的特色），销售增长或者任何能把股票炒上去的数字。既然所有的科技股在 2000 年都已高估，单挑出一支股票分析未免显得过于随意，甚至有些残忍。文章既以 Amazon 为例开篇，这里不妨继续讲它的故事。回到 90 年代初，一个名叫 Jeff Bezos 的年轻创业者希望通过因特网进行交易。他并不是最早有此想法的人，于是他决定另辟蹊径，在网上出售书籍。他建立了世界上最大的也是最用户友好型的书店 Amazon。Amazon 不仅很受消费者欢迎，同时它也迎合了市场需要——一家可以改变世界的公司。到 1998 年初，尽管公司尚未盈利，Amazon 的市值却高达 30 亿美元，相当于 1000 家 Barnes & Noble 连锁店，而到了 1999 年中期公司身价已高达 350 亿美元（如图 4）。

图 4：



看来 Amazon 不仅要吞并图书市场，更有可能进军其他任何行业。也许会有那么一天我们穿着睡衣在家购物，而商场则成了动物的栖息之地。摆在投资者面前的是亘古不变的难题：如果增长潜力是无限的，那么价格会不会高估呢？

这就是我们开篇提到的 Jeff Bronchick 在 2000 年提出并致力于解决的问题。他采用倒推法，从公司市值入手，通过折价现金流分析现在的股价代表了什么。“未来 10 年内什么样

的商业模式能够产生 350 亿美元市值的自由现金流和最终价值，”他得到的结果是，“1000 亿美元的零售额以及两倍于沃尔玛的税前利润。”

换句话说，Amazon 要成为有史以来最成功的零售商，才能与 1999 年的市值相称。当然不是没有这种可能性，毕竟这是一家前途一片光明的公司，又逢盛世。但是要做到这点就不得出一点差错，还要指望其他零售商会心甘情愿地看着 Amazon 夺走自己的市场。一句话，这个赌注胜算不大。

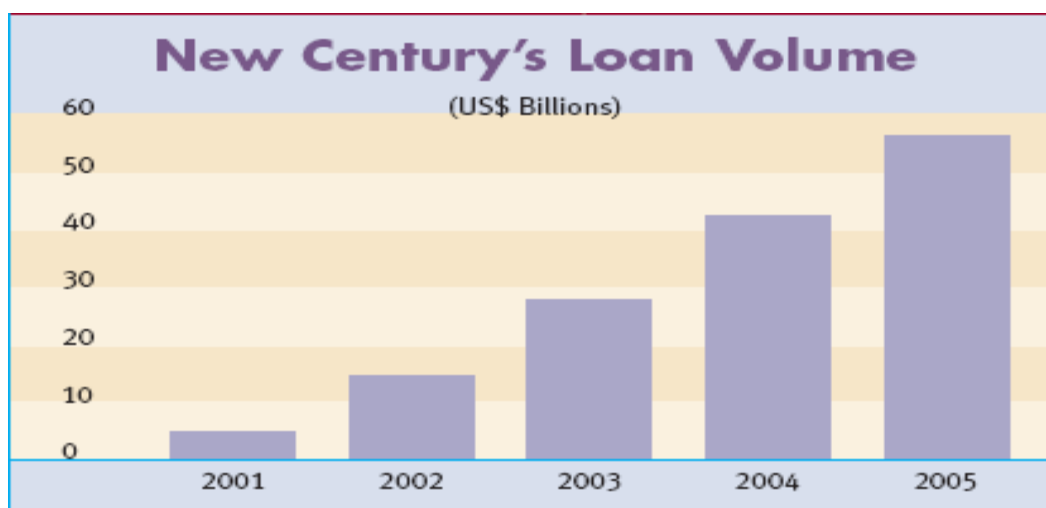
Bronchick 的分析仅在数月后就一一应验了。科技股纷纷下跌，投资者开始注意到风险和资产负债表(天哪!)。2000 年 6 月，雷曼兄弟的固定收益分析师 Ravi Suria 发现 Amazon 不仅负债累累，而且甚至从未盈利，那么公司的偿付能力就可想而知了。股价终于开始持续下跌，一直到十几美元。

### 新世纪金融 2006 年

本世纪初，美联储一再减息以防止世界经济在科技股破灭和 9.11 恐怖袭击双重打击下一蹶不振，甚至跌入谷底。此时，一些金融工程师找到了另一架永远不会停止转动的机器：在低利率和正收益曲线的环境下，银行可以把钱贷给那些信用记录差的人(次级抵押贷款者)，将贷款打包成债券(包装上信用保险)，然后将之出售给不明实情的机构，再将收益贷给更多的人，从而推高房价，这样就不会有呆坏账。

新世纪金融就是这样应运而生。公司成立于 1995 年，在发现次级抵押贷款的魔力之前，不过是一家做低风险抵押的名不见经传的公司。从 2001 年开始，随着贷款额激增，公司成为增长最快的公司之一，开始在全国扩张，各家银行纷纷打包次级贷款并给予买入评级。新世纪公司可以从 Morgan Stanley 和 Bear Stearns 贷款，而后通过其直接借贷机构和成千上万的抵押经纪人，把钱抵押给--可以说是--任何人。不需要首期或任何付款，新世纪公司可以不根据任何信用记录，就上门送钱给你。如果不能偿还，投行有权要求贷款发放者回购房屋，但是很多年来都没有出现过坏账。次级抵押贷款的确可以称得上将松银根发挥到了极致--没有信用分析，银行所做的事就是把钱给你，等着收利息。结果自然是贷款的猛增，如图 5 所示。

图 5：



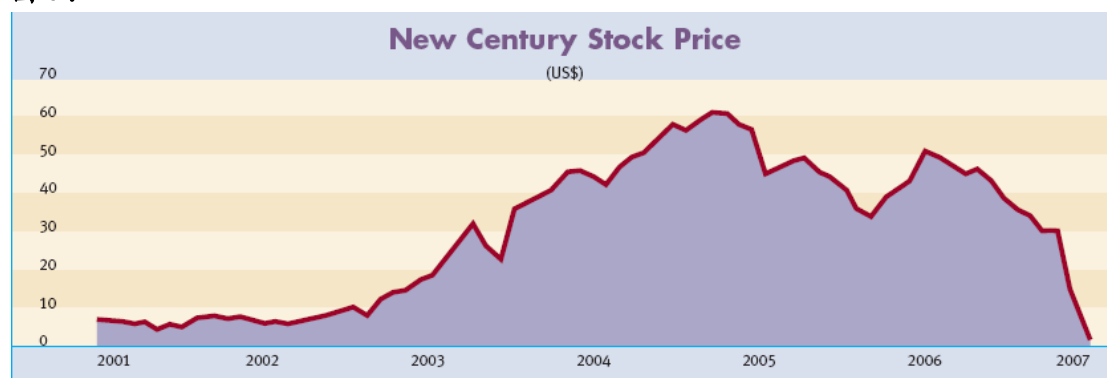
随着抵押贷款大军的壮大，美国房屋贷款也加速上涨。每个看到数据的人都会得到这样的结论—消费支出与消费贷款的矛盾总爆发难以避免，到时房屋市场将损失惨重。而此时，众多机构仍然给与新世纪公司买入评级。

仿佛是一夜之间，美国的房屋销售减少，房价也不再一路高歌，贷款者开始出现拖欠。



投行停止贷款给新世纪公司及其他从事次级抵押贷款的公司，并纷纷收回贷款。于是就出现了图6中的新世纪股价的悲惨一幕，公司根本无法支付银行要求的80亿美元的还款，到2007年3月中旬已接近破产边缘。一些投行也纷纷降低对新世纪股价的评级。

图6：



### Google 会是下一家吗？

在2000年科技股崩盘后，股价基本已回到合理估值区间——只有一家公司例外，那就是Google（股价依然保持1999年水平）。得益于如Amazon般优良的使用性和同Microsoft一样走低端路线的策略，这家网上搜索引擎公司牢牢地占据着网络广告的头把交椅。现在公司又开始向媒体王国的其他领域发起进攻，比如高价收购Youtube以及瞄准电视广告的新搜索技术。

尽管Google的业绩优异，但如前所述，优良的业绩通常意味着股价过分高估。Google股价表现与Cisco相似，以4月13日为例，公司市值达到了1380亿美元，也就是50倍的市盈率，相当于销售额的13倍。它的市值，如图7所示，相当于Amazon, Yahoo!, 和 Merrill Lynch 的总和。

又是不错的公司，具有高估值，听起来似乎几分耳熟——对这样的公司投资价值的判断，也就是对未来的预测包含了很多假设。如果——如果公司的策略制定正确，并执行得当；如果没有油价高企、恐怖袭击、衍生产品的轰然倒塌（仿佛繁荣-毁灭业已成为定势）；如果当前和未来的竞争都如其所愿，那么Google股票就值得投资。注意，最后一个假设非常重要，很多Google的竞争者已摆开架势要与之决一高下，比如Viacom公司起诉Google，要求其赔偿10亿美元的损失，因为Youtube的网站播放了MTV和Comedy Central的片段。

### 中国的前景如何？

回顾过去我们发现过高的估值通常伴随着新经济强国的崛起。毫无疑问，当前中国就扮演了这样的角色——占世界四分之一的人口，全世界的大工厂，月贸易顺差达到200亿美元，逾万亿美元的外汇储备等等。近年来，随着中国金融市场的开放，全球的资金蜂拥而至，股票价格一路狂飙。2006年沪指上升130%，尽管经历了2007初的调整，中国股市依然是全球投资者的宠儿。人们不禁要问：以现在的资产价值来看，中国会重复日本的故事吗？

纽约大学经济学教授，也是Roubini全球经济学会的主席Nouriel Roubini认为这是有可能的。他指出罪魁祸首就是中国的固定汇率。面对巨额的贸易顺差，中国政府却保持人民币对美元的稳定，导致大量美元涌入中国。中国的央行不得不增加人民币发行量并从出口企业手中买入美元，这又必然导致人民币升值。随着房地产和股票市场的大涨，最终必将导致资产泡沫。

除了货币的升值，中国同日本还存在另一相似之处——整个经济体系透明度不高。回顾

日本的案例，人们很多年后才发现政府-公司-投机者之间的裙带关系，而在中国情况则更加不透明。“中国政府说几家大银行已具备偿付能力，但是情况究竟怎样，外人无从知晓，”Roubini 还指出，“和中国打交道的人都知道中国公司的财务报表可信度是要打折扣的。”

### 如果一切都无法避免

那么如何避免重蹈 RCA 和 NTT 之类公司的覆辙呢？休斯敦的对冲基金 Bearing Asset Management 的负责人 Kevin Duffy 告诫我们应首先从全局出发。既然泡沫会产生难以置信的估值，那么“就寻找有没有过剩的影子——比如年轻人开起了法拉利，凡高的画卖到了 8000 万美金——这些都说明经济出现了问题。”接下来再来挖掘产生泡沫的行业。“90 年代，科技股占到了 S&P 市值的 33%，如果再加上电信行业，比例更高达近 40%。这样的集中度前所未有。”同时还可以观察反应市场人气的指数，比如 Fidelity。“90 年代末，70% 的新资金涌入科技类基金，而在 90 年代初，这一比例仅有 5%，那时大家都认为本世纪末美国将步日本后尘。”多方基金和空方基金的比例也说明一定问题，90 年代末，“NASDAQ 的基金中，97% 看多，只有 3% 看空。”很明显，此时科技股存在泡沫。

今天的情况如何呢？据 Duffy 在 Bearing 的搭档 Bill Laggner 的统计，热钱纷纷流入金融资产。“大家都坚信各国央行完全掌握局面，”也就是说未来仍将是低利率，所以“公司盈利的 45% 来自融资，金融股占到了 S&P500 的 23%，如果再加上 GM 和 GE（这些公司现在也靠贷款盈利），这一比例将更高，”Laggner 说道。他引用了《时代》杂志关于繁荣的房屋市场的文章标题 *Home Sweet Home*，另一篇是《商务周刊》关于借贷泡沫的文章标题 *It's a Low, Low, Low, Low-Rate World*。

与以往不同，Duffy 和 Laggner 都认为，这次的泡沫产生的不是高的离谱的估值，而是价值陷阱。比如以市盈率和市净率判断，金融股估值并不高，但是要知道支撑公司业绩的是松银根环境。一旦筵席散尽，这些都将随之消失。“有多少人在买入新世纪公司股票的时候是因为公司的市净率达到 1 而分红又很高？”Duffy 反问道。他预测当前看似基本面扎实的一些银行、经纪和房地产类股票也将遭遇同样的命运。

就个股而言，开篇提到的高瞻远瞩的 Jeff Bronchick 指出“大部分投资经理从业绩分析模式入手”并推断当前的趋势会继续下去。其实他们应该反过来看，分析当前的股价对未来的增长意味着什么。“如果 Cisco 在 1999 年时达到了 100 倍的市盈率，那就意味着今后 10 年须达到 47% 的年增长率，试问有多少公司能维持这样长时间的增长？退一步讲，即使 Cisco 公司做到了这一点，它在 2017 年将达到科技行业销售额的 125%。现在似乎只有价值经理人在进行推测分析，而事实上，股票分析师更应该做这样的分析。”

John Rubino，曾任金融分析师，著有 *How to Profit From the Coming Real Estate Bust and Main Street, Not Wall Street*。（《如何从即将到来的房地产破灭以及华尔街以外获利》）。

敬请期待。。。

《投资经典翻译系列之二：投资低 PE 公司之策略》

《投资经典翻译系列之三：与理财大师的对话》