

GMO 大佬警告：史诗级结局要来了，美股超级泡沫等待破灭！

8月31日，著名价值投资大师、资管公司GMO联合创始人兼首席策略师杰里米·格兰瑟姆（Jeremy Grantham）发表了文章《Entering the Superbubble's final Act》，警告美股“超级泡沫”破灭即将进入最终阶段，要为“史诗级”结局做好准备。

如今Grantham再次向世人吹响哨声，直言“超级泡沫”终将价值回归，他曾成功预言了日本1989年股市崩盘、2000年网络股泡沫崩盘与2008年次贷危机。

自美股摆脱上半年的颓势以来，华尔街关于“究竟是熊市反弹还是迎来牛市”争论不休，Grantham认为，**美股迎来牛市这一说法简直是胡扯，夏季反弹符合“超级泡沫”中熊市反弹的阶段，而下一步将迎来泡沫的彻底破灭。**

Grantham指出，**当下的超级泡沫是前所未有的多重泡沫危机组合**，三大资产类别——住房、股票和债券在去年年底都被严重高估。现在，出现了20世纪70年代初的通胀飙升和利率冲击。更糟糕的是，大宗商品和能源价格上涨，而这些大宗商品冲击往往给长期经济增长笼罩上一层阴影。

而所有发达国家股市的超级泡沫将难逃价值回归的命运。因此，价格越高，均值回归旷日弥久，损失就越惨重。

以下是文章原文翻译：

摘要：

在市场参与者的投资生涯中，只有少数市场事件举足轻重，其中极为重要的就是“超级泡沫”。

“超级泡沫”不同于其他市场事件，历史上只有为数不多的几次超级泡沫可供参考，其具备一系列鲜明的共同特征。

其中一个典型特征是熊市反弹，往往发生在最初的大跌之后，但在经济开始明显恶化之前，伴随着“超级泡沫”的破灭。从百年来的前三次“超级泡沫”来看，反弹通常上涨一半以上，吸引不谨慎的投资者归来，之后是再一次暴跌（比最初的更严重），整体经济也开始走弱。今年夏天的美股反弹完全符合这一模式。

今年以来，尽管高通胀一直在侵蚀估值，但美股仍然“相当昂贵”，值得一提的是本次侵蚀速度要比以往更慢。然而，现在美国经济基本面开始以令人惊讶的速度急剧恶化，俄乌冲突、粮食和能源危机、创纪录的财政紧缩等多种利空因素并存，美股前景比上半年更为严峻。

从长期来看，广泛而持久的粮食和资源短缺带来威胁，而气候破坏加

快更是令其雪上加霜。

当前的超级泡沫的特征是多种资产大类同时存在泡沫危机，债市、房市和股市皆被严重高估，正迅速失去上涨动能，大宗商品冲击持续存在和美联储“鹰”声肆起。每一个周期都是不同和独特的——但每一个历史类似现象都表明了，最糟糕的时刻尚未到来。

正文：

01

对投资者来说，真正的关键时期

大多数时候（85%左右），市场有序运转，表现正常。在这些时期，投资者（投资经理、客户和个人）都较为理性，感到满意。

但是，唉，这些时期并不是真的要紧，另外 15%的时间才是最重要的，投资者会被冲昏头脑，变得不理性。

其中，大部分情况下（约 12%的时间），这种非理性是过度乐观，比如过去两年中的 Meme 股逼空潮和 IPO 狂潮；

少数情况（约 3%的时间），正如目前和将来，投资者们不管价值如何，进行恐慌性抛售。例如，2009 年标普指数跌至 666 点，1974 年许多股票的市盈率低至 2.5 倍。

这些兴奋和恐慌时刻对投资组合来说最为重要，于投资者的职业生涯最为危险。（凯恩斯《通论》著名的第 12 章指出，当泡沫来临时，与泡沫共舞是投资经理者最安全的策略，毕竟，他们的要务是在一个牛市中赚大钱。几乎每个人都合理地采用了这一策略。）

15%的时刻不同于普通牛市和熊市，将普通牛市和熊市与少数异常值进行平均，会影响数据并产生误导信号。我强烈建议将“超级泡沫”——资产价格偏离均值 2.5 到 3 个标准差——视为特殊的集体极端现象，此时的投资者行为发生了阶段性变化。

在经历了长期经济繁荣和股市长牛之后，当金融和经济系统看起来近乎完美（特别是在低通胀和高利润率的情况下），监管机构“态度友好”（特别是放松廉价加杠杆的监管）时，就会出现一个爆发点，就像夏天的傍晚，成千上万只飞蚁同时袭来。

幸运的是，此类的事件有可供参考的例子，不管价值被如何定义，总可以看到自大、投机和不切实际的狂热现象激增。这种罕见的“超级泡沫”（美国现代只有三个超级泡沫）的结局不尽相同：关于保守型

股票和投机型股票的讨论得分歧很多的；稍后讨论的熊市反弹；经济衰退的快速爆发（迄今为止，三次超级泡沫导致三次衰退，其中一次为轻微衰退——2000 年美股科技股泡沫，另外 2 次为 1929 年美国股市泡沫和 1972 年美股蓝筹泡沫造成严重衰退）；最后，进一步发生意外金融和经济危机的可能性大大增加。

我们正处在这样一个时期——一个真正的“超级泡沫”酝酿已久。最终，所有发达国家股市的超级泡沫，以及资产价格偏离均值 2 个标准差以上的泡沫，将难逃价值回归的命运。因此，价格越高，均值回归旷日弥久，跌得就越惨。

02

超级泡沫的不同阶段

我认为，**超级泡沫的破灭需要经历多个阶段。**

首先，泡沫形成；其次，泡沫出现一定程度收缩，就像今年上半年一样，当时经济或政治环境中的一些问题让投资者意识到，完美终究不会永远持续下去，估值也倒退半步。然后是泡沫膨胀——我们刚刚看到的熊市反弹。最后一点，泡沫彻底破灭，经济基本面恶化，市场跌至历史低点。

让我们回到我们今天所处的位置，超级泡沫中的熊市反弹比任何其他反弹都更容易、更快。大部分投资者觉得，这只股票在 6 个月前的卖出价格是 100 美元，所以现在以 50 美元、60 美元或 70 美元的价格买入，肯定很便宜。

在牛市中，创造一个新的高点是缓慢而紧张的，因为投资者意识到以前从未有人以这个价格买进过这只股票，股价变动通常是向上四步，向下三步，小心翼翼地上探从未企及的高点。而熊市反弹的情况恰恰相反，一只股票之前曾以 100 美元的价格卖出，并且之后也可能再次以 100 美元卖出。

从历史经验来看，熊市反弹的速度和规模证明了这一点。

从 1929 年 11 月的低点到 1930 年 4 月的高点，股市反弹 46%——较当时高点为基准，反弹收复了 55% 失地。

1973 年，在标普 500 指数首次下跌后的夏季反弹中较高点收复了 59% 的失地。

2000 年，纳斯达克指数在短短两个月内反弹抹去了 60% 跌幅。

2022 年，在 8 月 16 日的盘中高点，标普指数从 6 月低点反弹，抹去了 58% 的跌幅。因此，到目前为止，现在所经历的与历史其他超级泡沫非常相似。

03

经济开始分崩离析

经济数据不可避免地滞后于经济周期的转折点。糟糕的是，在 2000 年和 2007 年股市泡沫破灭之际，企业利润和就业等数据随之恶化。而正是在开始转折到基本面溃败期间，通常会出现熊市反弹。

为什么史诗级超级泡沫总是伴随着重大经济危机？也许是因为其发生在市场和经济力量经过长时间的积累之后——最终乐观情绪高涨。

在顶峰时期，经济总是看起来近乎完美：充分就业、强劲的 GDP、没有通货膨胀、创纪录的利润率。1929 年、1972 年、1999 年和日本房市泡沫都是如此。典型的经济周期和基本面暂时接近完美，经济和金融数据只有一条路可走。

我们的“P/E 解读”（统计同期市盈率倍数的投入）模型也得出类似的结论。在 2021 下半年出现了前所未有的滞后以来，通胀一直是历

史估值的主要驱动力，这“解释”了当下超级泡沫的第一个阶段。

GMO 的问题是，为什么 2021 的通胀飙升没有立即对市场市盈率产生更大的冲击，是股市中不熟悉通胀的新参与者？过度相信美联储支持市场的能力，因此盲目相信通胀是暂时的？

该模型的下一阶段可能会受到利润率下降的推动。我们最佳估计是，模型中的市盈率水平将下降到 15 倍，而目前略低于 20 倍，实际市盈率在 8 月中旬从 30 倍上升到 34 倍可能是由于熊市反弹。（当然，如果该模型确实是由近期利润率下降驱动的，那么估值和市盈率都会下降。正如你所看到的，这意味着比我们建议的要低得多！）

GMO “EXPLAINING P/E” MODEL



As of 7/20/2022 | Source: GMO

我此前的报告《最后一曲——大泡沫尾声的资产配置困境》和《开始狂野的喧嚣——美国资产泡沫盛宴》提出了一个简单的观点：美国三个近乎完美的市场中，投资者行为疯狂，偏离均值 2.5 个标准差随之而来的是 50% 的暴跌。这些报告除了预期会出现一些恶化外，对基本面只字不提。**现在，我们已经经历了泡沫破裂的第一阶段和熊市的大幅反弹，发现基本面远比预期糟糕。**

现在，全世界都在关注通胀、利率和能源短缺等战时问题对经济增长的影响。此外，还有一些隐藏之下的“近忧”。与此同时，人口、资源和气候等长期问题只会愈发严重，现在甚至在短期内也开始恶化。

近忧

俄乌冲突加剧的粮食/能源/肥料危机在新兴经济体带来的影响（特别是非洲）比欧洲能源问题更为严重。俄罗斯和白俄罗斯占全球钾肥出口比重的 40%，钾肥是一种关键肥料，推动小麦/玉米/大豆价格在今年早些时候创下纪录。粮食和能源价格上涨正给最脆弱国家造成严重的贸易不平衡和内乱，例如，斯里兰卡经济极为迅速地崩溃，能源冲击现在几乎肯定会使欧洲陷入衰退；虽然美国市场长期以来忽视国外问题和相互影响，但全球增长肯定会下降。

房地产疲软反映在全球各地，例如，美国新屋开工数现在迅速下降到平均水平之下，鉴于抵押贷款利率上升，造成住房负担能力创下了历史新高，这或许是无可厚非的。在抵押贷款通常采用浮动利率的国家，情况看起来更糟。历史上，房地产一直是稳定经济最重要的资产类别。

随着美国 and 全球各国政府撤回新冠疫情刺激措施，现在正经历历史上最严重的财政紧缩。从历史上看，财政紧缩与利润率下降之间存在着密切的关系。同时，美国对股票回购征收的新消费税似乎预示着美国政府正开始改变对“劳动力和资本之间永恒之战”的立场（资本几十年来一直在赢得这场战争），这甚至可能会引发新的反垄断行动，这对消费者来说是个好消息，但对股票投资者来说是坏消息。

ALL OCCASIONS SINCE 1960 THAT THE 1-YEAR CHANGE IN THE FEDERAL BUDGET BALANCE HAS BEEN GREATER THAN 2% OF GDP

	1-year change in federal budget balance as % of GDP	Subsequent 1-year change in corporate profits as % of GDP
1968	-2.6%	-0.5%
1969	3.1%	-1.1%
1975	-2.4%	1.2%
1983	-2.9%	0.6%
2002	-2.2%	1.1%
2008	-4.4%	1.2%
2013	2.3%	-0.4%
2020	-11.0%	0.9%
2022	11.5%	??

As of 6/30/2022 | Source: BEA, GMO

远虑

人口：发达国家劳动力开始短缺，并将在不确定的未来持续短缺，人口出生率下降加上快速老龄化，将拖累增长，推动通货膨胀。

资源：许多金属，特别是脱碳所需的金属，都不可避免地陷入供应紧缩，缺乏足够的储量——目前仅为需求的 5-20%——而且资本支出非常低。它根本无法计算，这清楚地表明，我们在任何勉强令人满意的条件下的生存将取决于我们在替换、回收和新技术方面的成功。第二个关键资源短缺是肥料。钾盐和磷酸盐目前正在开采的，也是所有生命所必需的：a) 有限；b) 分布极不均匀：摩洛哥控制着世界上 75% 的优质磷酸盐，俄罗斯和白俄罗斯开采了 45% 的钾盐。

粮食：随着土壤退化和侵蚀，淡水短缺，害虫抗性日益增强，尽管非洲人口增长超过了其他地区放缓程度，但粮食生产率正在放缓，联合国全球粮食指数最近创下历史新高。

气候变化失控，印度、欧洲和北美从未同时遭遇过严重干旱、危险的高温和火灾。这已经严重到拖累全球 GDP 的程度：莱茵河因干旱而关闭，影响了德国近 20% 的重型交通运输；法国核电站不得不减少产量，河水温度过高，无法用于冷却；加拿大、挪威、印度和其他地方的水电也因低水位而减少；印度、亚洲和非洲部分地区不断上升的

气温突然高到足以给那些没有空调和户外工作的人带来健康问题，尤其是农民。恶劣农业气候的影响正在增加全球成本，并可能在不久的将来动摇造成更多的贫穷国家。这一切发生的速度远远超过 10 年前任何人的预期。

所有这一切都是为了说明：多年来一直在我脑海中（希望也是你的）的这些负面问题——气候、生育率、粮食和其他资源——现在正成为影响通胀（上升）和增长（下降）的“近忧”。事实上，总体而言，这对人类的长期生存能力构成了潜在风险。

04

准备迎接“史诗级”毁灭

以史为鉴，如果超级泡沫由多重资产泡沫危机组成，泡沫破灭后的经济前景会糟糕得多。比如，股市+房市双重泡沫，1989 年的日本泡沫或 2006 年的全球泡沫；又或者，通胀和利率冲击+股市泡沫，就像 1973 年在美国和其他地方发生的那样。

当下的超级泡沫是前所未有的多重泡沫危机组合，三大资产类别——住房、股票和债券在去年年底都被严重高估。现在，我们看到了 20 世纪 70 年代初的通胀飙升和利率冲击。更糟糕的是，大宗商品和能

源价格上涨（正如 1972 年和 2007 年般痛苦），而这些大宗商品冲击往往给长期经济增长笼罩上一层阴影。

考虑到所有这些负面因素，**消费者和企业信心指数跌至历史低点也就不足为奇了。**在美国（和全球）经济的前沿科技领域，招聘放缓，裁员增加，首席执行官们正为经济衰退做准备。

最近，我们看到熊市反弹，迄今为止，它的表现完全符合其三个先例，**即超级泡沫破灭中期的熊市反弹。如果熊市已经结束，将迎来的超级泡沫完全破裂，这是不可避免的。**

每个周期都不尽相同，每个政府的反应都不可预测的，但这几场史诗般超级泡沫破灭似乎都在按照相同的轨迹行进，按照既定的剧本上演，在熊市反弹和全面溃败之间暂停。如果历史重演，将再次酿成悲剧，**我们只能祈祷这次的带来的经济影响比预计的更小。**