



18年投资收益大幅领先市场
野村证券企业研究与资产管理公司创始人首次全面介绍最实用垃圾债券悍马投资法

王 巍 | 中国并购公会会长
中国股权投资基金协会秘书长

乔尔·格林布拉特 等

国内外专家鼎力推荐

垃圾债券 掘金指南

[美] 罗伯特·莱文 (Robert Levine) 著
蔡笑◎译

HOW TO
MAKE MONEY
WITH
JUNK BONDS



机械工业出版社
China Machine Press

HOW TO
MAKE MONEY
WITH
JUNK BONDS

垃圾债券 掘金指南

[美] 罗伯特·莱文 (Robert Levine) 著

蔡笑◎译



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目 (CIP) 数据

垃圾债券掘金指南/(美)莱文(Levine, R.)著;蔡笑译. —北京:机械工业出版社, 2012. 12
书名原文: How to Make Money with Junk Bonds

ISBN 978-7-111-40535-1

I. 垃… II. ①莱… ②蔡… III. 债券投资-指南 IV. F830.59-62

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 285934 号

版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问 北京市展达律师事务所

本书版权登记号: 图字: 01-2012-5216

Robert Levine. How to Make Money with Junk Bonds.

ISBN 0-07-179381-X

Copyright © 2012 by Robert Levine.

This authorized Chinese translation edition is jointly published by McGraw-Hill Education (Asia) and China Machine Press. This edition is authorized for sale in the People's Republic of China only, excluding Hong Kong, Macao SAR and Taiwan.

Copyright © 2013 by McGraw-Hill Education (Asia), a division of the Singapore Branch of The McGraw-Hill Companies, Inc. and China Machine Press.

No part of this publication may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including without limitation photocopying, recording, taping, or any database, information or retrieval system, without the prior written permission of the publisher.

All rights reserved.

本书中文简体字翻译版由机械工业出版社和麦格劳-希尔教育(亚洲)出版公司合作出版。

版权 © 2013 由麦格劳-希尔教育(亚洲)出版公司与机械工业出版社所有。

此版本经授权仅限在中华人民共和国境内(不包括中国香港、澳门特别行政区及中国台湾地区)销售。未经出版人事先书面许可, 对本出版物的任何部分不得以任何方式或途径复制或传播, 包括但不限于复印、录制、录音, 或通过任何数据库、信息或可检索的系统。

本书封底贴有 McGraw-Hill 公司防伪标签, 无标签者不得销售。

机械工业出版社(北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码 100037)

责任编辑: 蒋桂霞 版式设计: 刘永青

北京瑞德印刷有限公司印刷

2013 年 1 月第 1 版第 1 次印刷

170mm × 242mm · 14.5 印张

标准书号: ISBN 978-7-111-40535-1

定 价: 42.00 元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

客服热线: (010) 68995261; 88361066

购书热线: (010) 68326294; 88379649; 68995259

投稿热线: (010) 88379007

读者信箱: hzjg@hzbook.com



HOW
TO
MAKE
MONEY
WITH
JUNK
BONDS

推荐序一

这是一本名人写就的名书，虽然这并不是第一本关于垃圾债券市场的书籍。早期这方面的书籍，一部分主要围绕 20 世纪 80 年代运用垃圾债券融资用于敌意收购盛行时引发的一系列争议展开，没有涉及高收益债券的投资策略。其他这方面的出版物从那时起，主要面向机构投资者，针对那些渴望购买垃圾债券共同基金份额或者构建自己投资组合的个人投资者的书籍则几乎没有。

现在，终于有一本具体面向那些希望利用投机级债券独特优势获取利润的非专业个人投资者的书籍了。没有人会比罗伯特·莱文更适合撰写这本书，这不仅因为他是一位精通垃圾债券信用分析的大师，还在于他是垃圾债券市场信用分析体系的主要创建者。

在垃圾债券市场的早期，“债券传奇”是一个耳熟能详的短语。这个术语通常表明发行人的财务数据一点也不好，因此销售人员试图在一个“眼花缭乱的旋转舞台”说服那

些潜在的买家。罗伯特是活跃在市场一线的分析师，他一直坚持用更加精准的标准对垃圾债券进行估值；同时，他还是一家垃圾债券资产管理公司的老总，他帮助承销商建立了更高的垃圾债券承销标准。与此同时，罗伯特还时常提醒自己，数字并不能告诉你公司的全部，理解一家公司为什么会欣欣向荣或者破败不堪是投资垃圾债券市场必不可少的基本要求。

《垃圾债券掘金指南》的读者是幸运的，因为你们可以分享罗伯特·莱文的投资经历并从中受益。我与他相识已有 30 余年，这对我来说也是一种莫大的幸运。在过去的时间里，他在不同的专业投资机构中曾经是我的竞争对手、委托人和同事，但这丝毫不影响他是最引以为豪的朋友。因此，我非常乐意向任何想在垃圾债券投资方面获取宝贵、实用知识的人推荐本书。

马丁 S. 弗德森 (Martin S. Fridson)

《如何成为亿万富翁》(How to Be a Billionaire) 作者



HOW
TO
MAKE
MONEY
WITH
JUNK
BONDS

推荐序二

正如绝大多数人是从他们所希望从事的工作开始其职业生涯一样，我希望自己也能如愿。那是 1979 年，我才 21 岁，当时的我正试图在华尔街站稳脚跟。我打算在一家值得尊敬的公司基德 - 皮博迪公司（Kidder, Peabody & Company）应聘一份暑期工作，我正准备去接受该公司一位年轻副总裁的面试。得到这份工作对我来说意义重大，因为在此前每一家公司的任何一次面试中，面试官都会问及我在华尔街的最初工作经历，十分明显的是，我没有任何在华尔街的工作经历。这几乎是每个人在他开始职业生涯时不得不面对的一种恶性循环。

应聘这份工作，我仅仅有两个优势。一是股票市场在此之前的 11 年里并没有上涨，华尔街在那个时候也不是最炙手可热的求职热门领域。其次，更重要的是，当时面试我的这名副总裁正好是罗伯特·莱文。幸运的是，罗伯特只对我如何思考问题的方式感兴趣，而不在意我是否有华尔街的工作

经历。我猜想，如果他在学校工作，他一定是一位称职的老师，因为他只是寻找那些适合的学生。十分幸运的是，我通过了面试，罗伯特在面试结束时给予了我的职业生涯第一个决定性的机会，这个机会可以让我尽情施展才华。整个暑期工作的每一天，我都会从电梯中下来，走到基德-皮博迪公司的铭牌前轻轻地敲打它，以确保所有这一切都是真实的。整个暑期工作的每一天，我都从罗伯特那渊博的专业知识以及他作为“老师”超乎想象的耐心教导中受益匪浅，我现在仍时常感激这些日子给予我的帮助。

现在，你同样也拥有了从罗伯特身上学习的机会。要想成为一名好的投资者，你必须学会理解这个市场。你需要对这一投资过程有深入的了解，你同样也需要一张详细的“公路图”去引领你到达投资目标，因为在你投资过程中将面临各种时机的选择。在艰苦的时候能够坚持下来的唯一途径就是理解你正在做什么。罗伯特是垃圾债券市场的专家，垃圾债券市场也是一个有待挖掘的金矿。在数十年保持成功的背后，罗伯特掌握了这个市场大量的第一手资料。更重要的是，他现在愿意和大家分享他的知识和经历。

同样，他在这方面取得了不可思议的成功。本书简洁明了，以一种通俗易懂的方式让那些勤勉的读者可以熟悉垃圾债券市场投资取得成功的要义。在垃圾债券这个领域，很少有专家愿意向外界分享他们内部绚烂多彩的世界。没有人像罗伯特·莱文在本书中那样，能够如此简单清晰地向读者呈现这一切。

阅读它，并请享受这个过程。在你认真阅读完本书以后，如果你在投资中取得了一些成功，请别忘了抓住一切机会去展现你的感激之情。

乔尔·葛林布雷 (Joel Greenblatt)

畅销书《战胜市场》(*The little book That Beats the Market*) 作者

对于许多投资者来说，垃圾债券市场晦涩难懂且十分复杂，垃圾债券也因此被视为投资回避品种。毕竟，按照通常的逻辑，一个被称为“垃圾”的市场对于入市尚浅的外行人来说，可能是一场“梦魇”。而且，这样一个以机构投资者为主的市场即使对于那些富有经验的散户来说，也并不是一个安全的投资领域。尽管如此，那些发行垃圾债券即高收益债券的公司还是遍布于投资者的日常生活中，也经常出现在各种投资组合之中。

许多发行垃圾债券的公司，正是那些投资者愿意全部持有公司股份或者愿意部分持有公司股份以作为保守型共同基金投资组合的公司。你所熟悉的发行垃圾债券的公司有：通用汽车（美国政府救助的汽车业巨人）；美国有线电视运营商 Cablevision（纽约－长岛地区的主要有线电视提供商）；美国移动通信运营商 Sprint Nextel（全美最大的无线通讯运营商）；以及 Harrah's 集团（凯撒文娱集团，著名的

博彩和酒店公司)。一家公司的债券价格会影响该公司的股票价格，因此学习相关的债券知识有助于你更好地投资该公司的股票。了解并掌握垃圾债券市场的陷阱、结构和作用将帮助你提升识别好公司的能力，并有可能最终促使你进入垃圾债券市场。

本书主要从局内人的角度讲述如何挑选垃圾债券进行投资。我曾是一名分析师，也做过投资经理和首席投资官，还曾担任过一家垃圾债券资产管理公司的董事长。从 1991 年 10 月我在野村证券（Nomura Securities）开始从事垃圾债券资产管理算起，到 2010 年 1 月我离职，这期间我们的垃圾债券投资的累积回报率高达 695%，而同期美银美林发布的高收益债券市场指数的累积回报率仅为 364%。在日常所经历的涨跌互现的市场中，垃圾债券的回报率是市场整体表现的两倍。这一良好业绩我是如何实现的呢？

在过去数年中，我创建了一种挑选合适的垃圾债券进行投资的方法，即“悍马投资法”（strong-horse investing）。通过关注相关公司的一些特定关键指标和对市场趋势的确认，在一个较长的时期内，我的“悍马”投资法已为众多个人和机构投资者创造了超越市场平均水平的投资收益。简单地说，“悍马”公司就是那些经营强度能够支撑高负债的公司。本书将告诉你如何甄别垃圾债券市场中的“悍马”公司，这些“悍马”公司值得我们进行投资。

垃圾债券市场至今已有 35 年，比起我早年在基德－皮博迪公司^①担任分析师时所遭遇的杂乱无章的市场相比，如今的垃圾债券市场已经秩

① 基德－皮博迪公司是成立于 1865 年的一家美国证券公司，1986 年被美国通用电气公司收购，随后于 1994 年又为美国投资银行普惠公司（Paine webber）兼并。——译者注

序井然多了。在我看来，那时的垃圾债券市场几乎被德崇证券公司（Drexel）^①所垄断，到处充斥着由此导致的一连串滥用市场支配地位的行为。在这样一种市场环境下，当时的发行人和达成的债券交易在如今更加透明的市场环境中可能都是不可接受的。此外，与那时相比，现今的投资者也能更加便利地获取市场信息。如今，高收益债券市场已经逐步完善成型，垃圾债券市场向投资者提供了与其高风险相匹配的高票息，同时许多承销商也成立了专门的垃圾债券部门。

垃圾债券已经成为证券市场的一个重要组成部分。更重要的是，在当今的垃圾债券市场中进行投资不仅需要仔细和全面的分析，还需要一些大胆的行为和承担风险的勇气，当然也需要稍许的直觉。虽然，投资于当今的垃圾债券市场对投资者要求较高，但是其回报也非常具有吸引力。

在本书中，我没有讨论那些用以向机构投资者提供丰富信息的昂贵的计算机数据平台。对于一项成功的投资来说，如此实时的行情数据或其他类似的数据并不是必须的基本条件。美国证券交易委员会的数据库就是一个非常实用的资源库，它们实时更新，且免费。实际上，美国证券交易委员会的数据库正是市面上那些昂贵的行情数据库的数据源。在本书中，我将告诉你如何评估这些信息。

我们将深入探究何时拥有一家公司的股票或者向这家公司提供信贷会显得非常有意义，还将分析怎样评估一个商业项目的风险，以及如何使用一种可靠的方法向高风险的商业项目提供借贷并从债务市场中获取

① 德崇证券公司是 20 世纪 70 年代至 80 年代美国垃圾债券市场的统治者，1977~1987 年的 10 年间，德崇证券在垃圾债券市场上的份额增长到了 2 000 亿美元，成为美国垃圾债券市场名副其实的垄断者，其灵魂人物迈克尔·米尔肯（Michael Milken）由此成为全美“垃圾债券大王”。——译者注

收益。做到这一点并不难，但是它需要你不断的勤奋分析以及坚持长期来看债务市场是有逻辑可循的信念。

我的投资生涯并不是“平安无事”的。在过去这些年里，我经历过一系列违约事件，包括某一个行业、单个公司、管理者以及企业主的违约，这些主体不断发行垃圾债券，尽管他们背负着非常骇人的违约记录。因此，通过我丰富的投资经历，你将学会如何区分优质的公司、劣质的公司以及丑陋的公司。最终，你还将学会如何在垃圾债券市场中发现那些比较活跃、前景看好的公司，不仅知道这些公司将何时以及如何壮大、扩张和繁荣，也知道怎样避免市场陷阱，正是这些市场陷阱摧毁了其他的竞争者。为达到成功地在垃圾债券市场中进行投资这一目标，本书重点关注以下几个方面：

- (1) 股票和债券的区别。垃圾债券在风险频谱中正好处于股票和债券中间；
- (2) 一个全面的信用分析的重要性。这是在垃圾债券市场中掘金的关键；
- (3) 如何评价市场条件。包括入市以及止损的时机；
- (4) 选择投资经理的必要性以及如何挑选最适合自己的投资经理；
- (5) 如何避免常识性的错误。本书中列举了许多真实的案例；
- (6) 如何像专业投资者一样投资。当你阅读完本书后，你将从我的投资经历中受益。



HOW
TO
MAKE
MONEY
WITH
JUNK
BONDS

译者序

自 1977 年得克萨斯国际公司首次发行垃圾债券以来，美国现代垃圾债券市场已有 35 年，见证了众多全球知名企业成长、辉煌或衰落的峥嵘岁月。1980 年，美国垃圾债券市场的未清偿余额约为 100 亿美元，而截至 2011 年年底垃圾债券市场的未清偿余额已高达 1.2 万亿美元，垃圾债券市场已成为美国乃至全球金融市场上一支重要的力量。与此同时，在纷繁的金融世界中，现代垃圾债券市场似乎一直扮演着风云变幻、高深莫测的神秘角色，特别是 20 世纪 80 年代“垃圾债券大王”迈克尔·米尔肯大起大落之间呼风唤雨、毁誉参半的经历，更为垃圾债券市场平添了传奇色彩。正因为如此，尽管发行垃圾债券的公司遍布于日常生活之中，但不少投资者仍对垃圾债券避而远之；虽然市场上涉及垃圾债券的书籍汗牛充栋，但论及投资策略这一核心内容的却少之又少。

正是从这个意义上讲，本书的出版有其独特的价值。

作者罗伯特·莱文是美国垃圾债券市场的元老和亲力亲为者，他是 Kidder Peabody 垃圾债券资产管理公司的首任董事会主席和野村证券企业研究与资产管理公司的创始人，也是“固定收益分析师名人堂”的成员。他是美国垃圾债券投资领域的常青树，其管理的垃圾债券投资组合保持了 18 年来大幅超越垃圾债券市场和股票市场整体表现的优良业绩。在书中，莱文以其局内人的独特视角，生动、精辟地论述了投资者关心的两大基本问题：为什么要关注垃圾债券市场以及如何投资垃圾债券。

在论及为什么要投资垃圾债券时，莱文认为相较于股票，垃圾债券是十分具有吸引力的投资替代品。一是，这些债券通常能够提供一个稳定的利息收入流直到债券到期，莱文在书中也反复强调垃圾债券所具有的高票息优势。一个可以佐证的数据是，尽管垃圾债券经历了 1990 ~ 1991 年、2001 ~ 2002 年和 2008 ~ 2009 年的三次违约高峰，但从 1985 ~ 2010 年的 25 年间，垃圾债券的长期平均违约率仅为 4.23%。在收益率方面，从 1991 ~ 2010 年，垃圾债券的平均年收益率达到 8.7%，而同期标准普尔 500 指数的年平均收益率为 8.3%。二是，当公司陷入财务危机时，债券求偿的优先级要高于股权资本（股票），这使得债券投资者收回投资的概率更高。

基于这两个原因，莱文希望大家如他那样，成为垃圾债券领域成功的掘金者，这也正是本书的重中之重，即如何进行垃圾债券投资。莱文在书中详细介绍了自己独创的“悍马分析法”，这一方法可谓是莱文笑傲于垃圾债券投资江湖的至尊法宝。通过该方法，从 1991 年 10 月到 2010 年 1 月，莱文管理的垃圾债券投资组合的累积回报率高达 695%，而同期美银美林垃圾债券市场指数的累积回报率仅为 364%。可以说，如果把垃圾债券投资比做雾里看花，那么“悍马投资法”就是那一双慧

眼了。

本书通俗易懂，莱文以其平实的语言风格将自己丰富的投资经历娓娓道来。本书内容全面，作者以“悍马投资法”为主线，对垃圾债券投资的方方面面进行了深入浅出的分析。本书案例丰富，指导性强，作者通过大量实例阐述了垃圾债券市场的投资要义。书中既有进行垃圾债券投资的量化指标，也汇集了作者亲历的大量第一手资料，特别是囊括了2008年全球金融危机中垃圾债券领域大量的鲜活案例，为读者提供了难得的一线市场体验。在这些精彩案例的背后，作者为大家勾勒出了投资垃圾债券的真谛：信用分析是关键，通过“悍马投资法”去发现那些信用资质被低估的企业，并规避那些信用资质正在恶化的公司。

2012年上半年，《上海证券交易所中小企业私募债券业务试点办法》、《深圳证券交易所中小企业私募债券业务试点办法》同时发步，标志着中国版垃圾债券正式起航。当前，中国金融业改革创新步伐明显加快，了解垃圾债券的历史、学习垃圾债券的运作手段、掌握垃圾债券的投资艺术具有非常重要的现实意义，本书无疑是这方面的经典之作。无论你是机构投资者还是个人投资者，也无论你是专业投资者还是非专业投资者，相信都能从本书中受益。

本书得以顺利出版，我要感谢机械工业出版社华章公司的杨熙越编辑和蒋桂霞编辑，她们给予了我莫大的支持。此外，王小斐、曹芳、黄诗原等都对本书翻译提供了帮助，在此对他们表示诚挚的感谢。由于译者的水平有限，书中难免会有不妥之处，恳请读者批评指正。

蔡 笑

2012年12月

HOW
TO
MAKE
MONEY
WITH
JUNK
BONDS

目录

推荐序一

推荐序二

译者序

引言

第1章 垃圾债券和“悍马”投资法 // 1

第2章 我儿子的朋友米莉 // 7

第3章 我儿子的毕业奖金 // 13

第4章 垃圾债券市场 // 17

第5章 公司债券评级与收益率 // 25

第6章 信用分析：如何知晓一家公司债务负担过重 // 35

第7章 “悍马”投资法 // 51

第8章 信用评级与价格 // 63

第9章 “悍马”分析法应用范例 // 67

第10章 债券持有人、股东与垃圾债券的优势 // 81

IV

第 11 章	管理层和所有权	// 91
第 12 章	债券价格波动	// 97
第 13 章	违约与垃圾债券	// 113
第 14 章	证明“悍马”投资法有效的实例检验	// 125
第 15 章	进一步的统计检验	// 133
第 16 章	如何投资于垃圾债券：一个逻辑框架	// 141
第 17 章	债券条款	// 147
第 18 章	优质债券、丑陋债券和劣质债券	// 155
第 19 章	优质债券：好事往往垂青于好公司	// 159
第 20 章	丑陋与劣质债券：以 CCC 级债券为例	// 169
第 21 章	投资并分析一只垃圾债券共同基金	// 183
结论	“悍马”公司将带你走出困境	// 197
附录 // 201		
词汇表 // 207		
致谢 // 212		
作者简介 // 214		

第 1 章

垃圾债券和“悍马”投资法



HOW
TO
MAKE
MONEY
WITH
JUNK
BONDS