

Dear
Mr. Buffett

What an investor learns
1269 Miles from Wall Street

巴菲特 请我去做客

[美] 珍妮特·塔瓦科利 (Janet Tavakoli) ◎著
张敏 ◎译

亲爱的珍妮特：
请接受我的歉意，因为没
有收到书的第一时间就给您
回信。身为投资公司的总裁，您
是金融界的杰出女性，如果您有
时间，我想邀请您到奥马哈来做
客，听听您对投资的真知灼见。
如果有幸，我还想请您去一家
装饰简单却美味的餐馆，
与您共进午餐。对了，我还
要把一本珍藏多年的书送
给您，……

您诚挚的
沃伦·巴菲特

Warren Buffett

2005.6.6



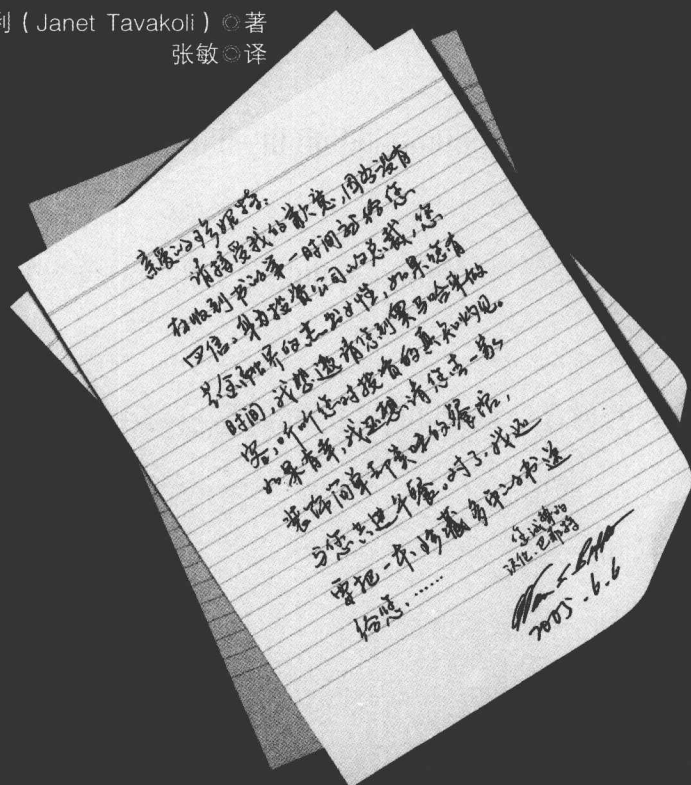
中国人民大学出版社
China Renmin University Press

Dear
Mr. Buffett

*What an investor learns
1 269 Miles from Mull Lane*

巴菲特请我去做客

[美] 珍妮特·塔瓦科利 (Janet Tavakoli) 著
张敏 译



图书在版编目 (CIP) 数据

巴菲特请我去做客 / (美) 塔瓦科利著; 张敏译.

北京: 中国人民大学出版社, 2009

ISBN 978-7-300-11459-0

I. 巴...

II. ①塔...②张...

III. 金融投资 - 通俗读物

IV. F830.59-49

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 212476 号

巴菲特请我去做客

[美] 珍妮特·塔瓦科利 著

张 敏 译

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号

邮政编码 100080

电 话 010-62511242 (总编室)

010-62511398 (质管部)

010-82501766 (邮购部)

010-62514148 (门市部)

010-62515195 (发行公司)

010-62515275 (盗版举报)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com> (人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 北京京北印刷有限公司

规 格 170 mm × 250 mm 16 开本

版 次 2009 年 12 月第 1 版

印 张 14.75 插页 2

印 次 2009 年 12 月第 1 次印刷

字 数 230 000

定 价 39.80 元

版权所有 侵权必究

印装差错 负责调换



一个令巴菲特钦佩的人

每年6月底，eBay网站上都会有一项轰轰烈烈的竞拍活动吊足了全球投资者的胃口，而中标价更是随着时间的推移而不断刷新人们的眼球，2008年“中国私募基金教父”赵丹阳更以211.01万美元的天价破纪录成交……

所有竞标者如此心甘情愿地抛掷巨金，只为一件事——能与“股神”巴菲特共进午餐，近距离聆听他的投资之道。哪怕只是一次，哪怕只是短短的3个小时……

现在，抛开这些短暂而昂贵的“餐见”巴菲特，如果有一个人，令巴菲特主动发出邀请，请她去做客呢？如果有一个人，令巴菲特都谦恭地与她探讨投资之道呢？

而且远非如此：

巴菲特还会把自己收藏多年的书籍送给她，把挚爱的妻子苏珊生前唯一的采访视频发给她；

巴菲特更会在给她签名的书上如此郑重地写下“给珍妮特——怀着个人的和专业的钦佩”；

巴菲特甚至会不间断地与她书信往来，4年来，成百上千封信件让他们彼此成了亲密的“笔友”与“战友”。

她就是珍妮特·塔瓦科利。一个被《商业周刊》誉为“金融衍生品预言家”的杰出女性，一个令摩根大通CEO杰米·戴蒙、摩根士丹利投资集团创始人戴维·达斯特和投资大师吉姆·罗杰斯都深为敬佩的金融专家，一个敢于和巴菲特一起向美国金融界发起挑战的金融女侠。

现在，就让我们在塔瓦科利和巴菲特两人纵横恣意的谈话、碰撞和共识中，领略她和巴菲特关于投资的真知灼见，领略巴菲特为何所言“以前我们应该多给珍妮特·塔瓦科利一些倾听和注意，将来更该是如此……”



湛庐文化·出品

Cheers Publishing

一切为了您的阅读价值

常常阅读我们图书的读者一定都记忆犹新，2008年前出版的图书中，都放置了一篇题为“一切为了您的阅读体验”的文章，文中所谈，如今都得到了读者的广泛认同，也得到了出版业内同行的追随。

在我们2008年以后的新书以及重印书中，读者会看到这篇“一切为了您的阅读价值”；而对于我们图书的新读者，我们特别在整本书的最后几页，放置了“一切为了您的阅读体验”的精编版。今后，我们将在每年推出崭新的针对读者阅读生活的不同设计和思考。

★ 您知道自己为阅读付出的最大成本是什么吗？

★ 您是否常常在阅读过一本书籍后，才发现不是自己要看的那一本？

★ 您是否常常发现书架上很多书籍都是一时冲动买下，直到现在一字未读？

★ 您是否常常感慨书籍的价格太贵，两百多页的书，值三十多元钱吗？

一 阅读的最大成本

读者在选购图书的时候，往往把成本支出的焦点放在书价上，其实不然。**时间才是读者付出的最大阅读成本。**

阅读的时间成本=选择图书所花费的时间+阅读图书所花费的时间+误读图书所浪费的时间

二 选择合适的图书类别

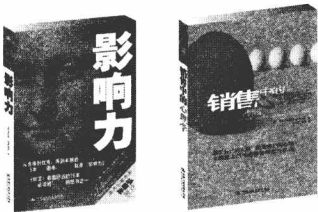
目前市场上的**图书来源**可以分为**两大类，五小类**：

1. 引进图书：引进图书来源于国外的出版公司，多为从其他语种翻译成中文而出版，反映国际发展现状，但与中国实际结合较弱，这其中包括三小类：

a) 教科书：这类书理论性较强，体系完整，但多为学科的基础知识，适合初入门的、需要系统了解一门学问的读者。



b) 专业书：这类书理论性、专业性均较强，需要读者拥有比较深厚的专业背景，阅读的目的是加深对一门学问的理解和认识。



c) 大众书：这类书理论性、专业性均不强，但普及性较强，贴近现实，实用可操作，适合一门学问的普通爱好者或实际操作者。

2. 本土图书：本土图书来源于中国的作者，反映中国的发展现状，与中国的实际结合较强，但国际视野和领先性与引进版相比较弱，这其中包括两小类，可通过封面的作者署名来辨别：

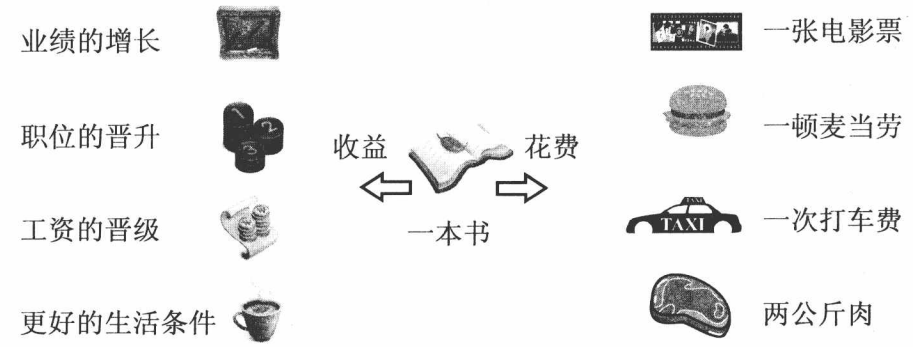


a) “著”作：这类图书大多为作者亲笔写就，请读者认真阅读“作者简介”，并上网查询、验证其真实程度，一旦发现优秀的适合自己的作者，可以在今后的阅读生活中，多加留意。系统地了解几位优秀作者的作品，是非常有益的。

b) “编著”图书：这类图书汇编了大量图书中的内容，拼凑的痕迹较明显，建议读者仔细分辨，谨慎购买。

☞ 阅读的收益

阅读图书最大的收益，来自于获取知识后，**应用于自己的工作**和**生活**，获得品质的**改善和提升**，由此，油然而生一种无限的**满足感**。



中文版序

我听说，在中文里“危机”一词其实包含两层含义：危险和机遇，而用中文词来形容作为投资者的沃伦·巴菲特则同样需要两个词：价值和机遇。当我得知这本书的中文版即将出版的时候，心里尤为激动。中国是一个成长中的经济体，我希望能藉由此书，从最近发生的美国次贷泡沫中汲取经验与教训。这本书讲述了我们所经受的危机，却恰恰可以让每一位中国读者了解，从长远来看怎样才能获得成功：只要像沃伦·巴菲特一样寻求价值。

人类的本性是相通的。我们都在积极寻求简单的致富之路，有些人甚至不惜债台高筑，然而一夜暴富的机会仍旧渺茫。但是中国高速发展的经济为繁荣提供了另一条康庄大道。人们可以选择价值投资之路，像沃伦·巴菲特一样收获财富。

这本书不是介绍沃伦·巴菲特先生以及他的生平，而是关于他的午餐邀请怎样鼓励我在美国历史上最严重的次贷泡沫发生期间关注价值（以及价值缺失）。对于一位价值投资者而言，认识到泡沫的存在就像认识到经济衰退、萧条、通货紧缩、通货膨胀、战争或者是低概率事件引发的危机（比如1987年的美国股市大恐慌）一样重要。所有这些情况也

意味着投资机遇就在眼前。

包含安全边际的价值投资能够让投资者自身免于犯错，同时也让围绕在他身边的错误退避三舍。人类总是会在事态的最新变化面前反应过度。2008年夏天，油价泡沫达到顶峰的时候，沃伦·巴菲特购买了康菲石油公司（Conoco-Phillips）的股票。这成为一次金额达数十亿美元的失败投资。在2008年的伯克希尔·哈撒韦公司股东大会上，沃伦·巴菲特告诉我们，没人逼他这么做。沃伦·巴菲特也是一个普通人。他承认在他职业生涯的开端，也会犯错误。这就是为什么他要寻求“安全边际”，以保护他的投资者免受低概率事件的侵害，即使这种低概率事件是沃伦·巴菲特的百密一疏。

多年以前，沃伦·巴菲特出售了他对抵押贷款巨头房利美和房地美的投资，因为它们不是直接的抵押放款人，它们是从借款者手中购买不太可能偿还的按揭。由此可见，规避巨大错误与发现机遇是同等重要的。

纵观最近的贷款危机，沃伦·巴菲特还是坚持自己在麻烦不断的信用评级机构——穆迪公司（Moody's Corporation）的投资。价值的下滑昭然若揭。幸运的是，伯克希尔·哈撒韦公司的其他大部分业务抵消了穆迪投资中的价值下挫，从长远来看，前景依旧可喜。他投资中石油，而后以丰厚收益出手，但出售后，中石油依然势不可挡。错误是不可避免的，但是价值投资者如果能够避开相对于整体投资而言的大错误，那么从长远来看，他们依然会非常成功。

沃伦·巴菲特投资以色列工具制造商伊斯卡（ISCAR）的举动，可谓商界的成功典范。从他的职员那里我得知，巴菲特曾投资中国电池制造和电动汽车研发商——比亚迪公司。2008年秋天，在全美投资者都陷入恐慌的时候，沃伦·巴菲特毅然投资高盛，获益颇丰。他知道，自己最钟爱机会，当最严重的危机逐渐消退之时，机会就会浮出水面。奶品皇后（Dairy Queen），是伯克希尔·哈撒韦公司的全资子公司，现已在中国全面发展。沃伦·巴菲特希望中国人也能像他一样享受冰激凌带来的甜蜜。他还投资了大连大杨创世股份有限公司（Dalian Dayang Trands），因为他跟中国人一样喜欢他们的套装。机遇总是以各种形式出现在各种地方。

与巴菲特的会面鼓励我思考他的成功之路。这条路已经跨越半个多世纪了。在这段漫长的岁月里，市场起伏起伏，经历过危机、战争、政

治风雨和经济泡沫。他只是一直寻求着管理良善并且低负债（或者无负债）的公司，做着任何人都渴望并需要做的事情——不论他们生活在哪里，说何种语言。

沃伦·巴菲特有一种能力，面对批评和赞扬都能处之泰然。危机之中（或是经济泡沫之下），他了解自身价值的冷静客观与他参透市场价值的洞察分析不分伯仲。

沃伦·巴菲特生活节俭是出了名的，但是我们见面的时候，他却展示了自己慷慨的一面。会面之后，他仍旧表现出对物质方面的毫不吝惜。他推行一系列计划，将自己大部分财富都捐赠给了盖茨基金会（Gates Foundation），以便和其他人共享财富带来的美好生活。

这本书仅仅着眼于一个很小的时间断面。我将美国最近由投机者的短期心态带来金融恐慌和价值投资者的长期心态进行了比较。我们每个人都都要与心魔抗争。在投资世界里，那些心魔就是恐惧和贪婪。以发展的眼光来看，价值投资能够帮助人们战胜心魔。不论你生活在中国还是美国，总存在一种为自己和他人创造价值的方式。在投资世界中，这一理念就体现在沃伦·巴菲特的投资风格上。



目录

CONTENTS

序言 1

第1章 一个没有回复的邀请 7

“您来到奥马哈时，一定要稍作停留。”2005年8月1日，我重读了信件袋里一封时间是2005年6月6日、署名是沃伦·巴菲特的信。我迟迟没有给他回信，也没为杳无音信给出一个解释。当然，现在我得有个答复，尽管已经很迟……

第2章 与巴菲特共进午餐 15

“如果有幸与您共进午餐，我将非常乐意带您去一家装饰简单却美味的餐馆。”在那一刻，巴菲特先生变成了沃伦，他似乎在告诉我，我应该像他相信我一样信任自己。我们讨论了差不多不下一百个话题……

第3章 和巴菲特一起向金融界发起挑战 35

“现在试着向你的股东解释现金如何从他们口袋里掏出来，装进你口袋里去的。”巴菲特不断向美国大公司的CEO们发出了挑战。他的“杀死比尔之文”，无人敢应。跟他的会面让我也有勇气喊出自己的声音，与他一起和金融界的名人唱起对台戏……

第4章 不要因为“其他人也这么做” 45

“我拒绝投资对冲基金美国长期资本管理公司。”

在奥马哈共进午餐后不久，巴菲特就给我发来了这样一封信。真实世界的金融并不可靠。基于概率的模型丝毫不起作用。我更欣赏沃伦关于这些选择的条件概率……

第5章 “不要借钱给那些无力偿还的人” 71

“两家大公司已经找到我，毕恭毕敬地向我寻求资金援助。”巴菲特在来信中和我讨论了这个话题。他说，在金融世界中，千万别骑上“特洛伊木马”，骑上它只会更快地奔向破产……

第6章 它们绝不是好吃的“喜诗糖果” 101

“想靠阅读说明书来分析一个交易是根本不可能的事。”当我告诉他很多担保债务凭证说明书就像金融漫画书时，他这样回复道。这感觉就像本以为打开了一只装满糖果的盒子，结果却发现没几颗好吃的……

第7章 冒牌AAA的金融占星术 111

“不要让你的投资不必要地复杂起来，要对风险有彻底而深刻的了解。”巴菲特直言不讳，垃圾有时候也能戴上AAA级的高帽子。换句话说，90%的AAA评级债券甚至连投资级别都算不上……

第8章 “杠杆”让你的不幸雪上加霜 125

“拿起‘杠杆’很容易，想放下，就没那么简单了。”当贝尔斯登从英雄的顶峰走向恶魔的谷底，正如巴菲特与我午餐时笑谈的那样，当你的投资乘以零的时候，再乘以多少也于事无补……

第9章 死人曲线上的贝尔斯登 145

“我自己估算了一下可能的损失，我没有使用模型。”巴菲特真的不为贝尔斯登所动吗？出资援助是必要的吗？或许，即使是巴菲特也不能在那段时间内为这些随手定价的资产提供一个合理价格……

第10章 巴菲特的5%解决法 163

“没人知道它们究竟在搞什么鬼，简直是荒谬透顶。”巴菲特告诉我，如果金融机构出售5%的头寸，它们将会得到市场价格；而如果它们试图出售100%的非流动性头寸，那么市价还是会比它们得到的要高……

第11章 债券保险之火 179

“你见过一家AAA级的保险企业要以14%的收益率来募集资金吗？”巴菲特笑着问我。他很高兴，伯克希尔·哈撒韦的AAA评级是可信且名副其实的。他们“高价格提供优质服务”的目标会让大批不思改进的债券保险商们只能靠争夺别人的剩饭为生……

第12章 软骨头的美联储 191

“如果美联储没有表现得像个软骨头，投资银行可能就会在业务上更认真一些。”巴菲特写信告诉我，“现在的问题是要重建信誉。”我们可能不得不拿出狠劲来，没有监管就没有税收……

第13章 巴菲特的和平投资 209

“在你看来，世界上最大的风险和惊喜是什么？”巴菲特的眼光很远，投资于以色列的伊斯卡。或许有一天，伊斯卡会成为中东复兴的一支重要力量。我希望巴菲特的投资将来能给世界带来更多一份和平……

第14章 寻找真正的价值 213

“给珍妮特——怀着个人的和专业的钦佩。”我把旧版本的《聪明的投资者》寄给巴菲特，希望得到他的签名，再次收到的时候，我看到了这样的赠言。回想当初，对我来说，沃伦不仅仅是邀请我去共进午餐，更是邀请我进入了他的思维方式……

序言

2003年，我从伦敦搬回了老家芝加哥，组建了一家金融咨询公司——塔瓦科利结构性融资公司（Tavakoli Structured Finance）。一些尖端的金融机构成了我的顾客，当他们在处理复杂金融产品遭遇困难时，就会向我寻求帮助。近些年来，金融产品数量激增，复杂程度也今非昔比。当金融机构之间就某些金融产品产生对抗时，他们也会咨询我。在风云诡谲的信贷市场中，各种问题纷至沓来，我的公司就成了业界的“避雷针”。尽管如此，我的客户群并不大，主要集中在精英阶层，而且绝大多数生意都通过这样或者那样的方式来自于以前的雇员。

我在适当的时间选择了适当的工作。结构性融资诞生于一个新兴金融产品过剩的年代，ABS、MBS、CDO、CMO 等等字母组合所代表的产品充斥市场。记者和电视网络也经常请我试图厘清这个疯狂的局面。我曾多次在电视节目中现身说法——美国有线电视新闻网、消费者新闻与商业频道（CNBC）、加拿大商业新闻网（BNN）、CBS 晚间新闻（*CBS evening news*）、彭博电视（*Bloomberg TV*）、第一商业新闻早报（*First Business Morning News*）等等，在市场甚或美联储承认出现问题之前很早就发出了预警。我的一些言论也被如《华尔街日报》、《金融时报》、《商业周

刊》、《福布斯》、《财富》、《投资交易商文摘》（*Investors Dealer's Digest*）等主流金融刊物所援引。我经常第一个公开并且旗帜鲜明地挑战主要金融机构、美联储银行和主要信用评级机构，如穆迪公司（*Moody's Corporation*）、麦格劳·希尔集团旗下的标准普尔（*Standard & Poor's*），以及由法国 Fimalac 公司控股的惠誉国际（*Fitch*）等。

1985 年起，我开始为设在纽约和伦敦的各种华尔街公司服务，包括所罗门兄弟公司（*Salomon Brothers*，现属花旗集团）、美国第一银行（*Bank One*）和贝尔斯登公司（*Bear Stearns*）（现均属摩根大通公司）、高盛集团、美林证券公司等等。我主要在交易大厅工作，同事大多为男性。由于工作的关系，我跑遍了纽约、日本、欧洲大陆和英格兰。我从事交换、创立和销售复杂金融工具的工作。尽管我也经常负责一些管理工作，但主要还是个“职业杀手”，我乐于承担别人认为太有挑战性或者难度太大的工作。

我写了一些金融方面的书籍，在金融产品使用者中广受欢迎，对他们认识诸如“信用衍生品”、“担保债务凭证”这些名字古怪的新生事物大有裨益。10 年前，这些产品还只局限于小范围使用。但如今，大到尖端银行，小到近零售客户，包括地方政府、小型养老基金、公寓业委会等，都被金融产品这个敏感问题困扰着。我为一些主流的金融出版物撰写文章，解释结构性融资的相关问题，提醒人们结构性融资不会有好结果。我预测过抵押贷款危机、全球的信贷泡沫以及非理性抵押贷款导致的投资失败。我也警告过包括美国长期资本管理公司（*Long-Term Capital Management, LTCM*）在内的对冲基金利用杠杆效应的风险，可是其他金融团体还是为 LTCM 延长信用证有效期（不久则悔之晚矣），并终将自己陷入泥潭。我一直建议要削减相关信贷。这一路走来，我的周围聚集起很多拥护者和团体。在华盛顿特区出席一次会议时，一位女士在盥洗室请我为她亲笔签名留念。还有一次在纽约的会议上，一位从荷兰远道而来的与会者请我为他已包装好的新书签名，作为礼物送给不能到纽约来开会的同事，因为他的同事是我的铁杆支持者。当我在芝加哥的医院里最终将新作定稿，站在柜台前的一个人叫道：“塔瓦科利？您是著书研究信用衍生品的那位女士吗？”



我从事金融方面的工作纯属机缘巧合。我的父母结识于二战即将结束之时，母亲的哥哥在二战的诺曼底登陆后牺牲。生于威斯康星州的父亲，二战期间在欧洲中部和莱茵兰战役中照管受伤士兵，负责外科手术工作。我妈妈来自布法罗，在英格兰护理烧伤病人。他们通过共同的朋友而相识，婚后回到芝加哥组建了一个庞大的家庭。20 世纪的前半期，父亲一直在教会学校洛约拉大学医学院从事医学工作，那个时代，受到良好教育的年轻人总被寄予厚望成为饱读圣贤书的博学之人。我 12 岁的时候，父亲去世。在少年时代那些炎热的暑期，我读遍了父亲的藏书，既包括医学类、数学类，也涵盖了希腊哲学、历史和诗歌。父亲有阅读《华尔街日报》的习惯，但在他去世后，母亲就不再订阅这份报纸了。那时的我对金融很有兴趣，但知之甚少。

我在伊利诺伊理工大学化学工程专业拿到了理学学士学位，毕业 5 天之后就结婚了。我曾是一名化学工程师。很多年后（1978 年），我随伊朗籍的丈夫（现在是前夫）迁往伊朗。我们选择了一个不能再坏的时机。仅仅 6 个月以后，伊朗人废黜了他们的国王，阿亚图拉·霍梅尼（Ayatollah Khomeini）回来执掌了政权，高举反美大旗，再次以宗教信条对全国实行严厉的管制。我带着一个装满衣服的箱子和 1 000 美元回到美国，丈夫则留在了伊朗他那个富裕的家族里。多年之后，他又来到美国，希望在他父亲的帮助下做些生意，但那时，他已经是我的前夫了。我失去了财产和积蓄，却带走了真正的财富，它仍然在我的肩头。白天，我是一名工程师；晚上，我去学习芝加哥大学研究生院的商业课程，最终取得了 MBA 学位，并且利用业余时间在学校兼教授金融衍生品课程。

如果因为一个人是研究复杂金融产品，比如说金融衍生品方面的专家，就断定他长于价值投资，是不妥当的。（当然也不能说他在这方面做得很差。）尽管我读过很多价值投资方面的东西，但我并没有真正地理解和消化它，也没有勤勤恳恳地在个人投资中去实践。后来我去了一个距离华尔街 1 900 公里的城市旅游，我的观点改变了。



哈里·杜鲁门总统曾经说过：“新鲜的事物是你所不知道的历史。”我总觉得自己知道很多东西，直到认识了沃伦·巴菲特。2005年6月，我收到巴菲特先生寄来的一封信，他邀请我去奥马哈做客。很多年前，我曾经寄给他一本我写的关于信用衍生品方面的书，并在书中夹了一张纸条。收到他的邀请我非常高兴，但是我没有立即回信给他，而是推迟了一段时间，期间我还获悉在eBay网站上进行的慈善拍卖“与巴菲特共进午餐”2004年叫价25万美元，2005年更是达到36.1万美元。[2008年的中标价是211万美元，所得款项捐献给了格莱德基金会（Glide Foundation），用于帮助穷困和无家可归的人们重新回归生活。]值得庆幸的是，我没有无限期地拖延和巴菲特先生的会面，因为当我最终见到他本人时，我意识到自己是多么地才疏学浅。杜鲁门说得对，我们能从历史（每年巴菲特致伯克希尔·哈撒韦公司股东们的公开信）中学习很多东西。而且沃伦·巴菲特还教会我，要从对现阶段的评价中汲取新知，从而降低危机的几率，使未来变得更好。



这本书记载了在史上最严重的股市崩盘发生前夜，我与巴菲特会面的经历，以及这次面谈怎样微妙地改变了我看待全球金融市场的方式。我对规则了然于心，但是与巴菲特的交流让我开始思考本杰明·格雷厄姆式框架下的所有金融产品。

与此同时，我改变了投资方式。我并不幻想自己能 and 巴菲特站在同一高度上，但是见面之后我有所改进。巴菲特的辉煌成就已经延续了半个世纪，所以你们应该和我一起翻开这50年的历史，看看以他为参照的话，我的表现如何。但是必须由你们做出评价。我跟巴菲特一样不会拿自己跟榜样去做比较。相反，我更关注的是价值。

本杰明·格雷厄姆是沃伦·巴菲特的良师益友。久而久之，巴菲特也借鉴了格雷厄姆的框架，并用自己独特的投资风格进行了全新的解读。这本书不是介绍格雷厄姆或者巴菲特的观点，而是阐述在我洞穿了本杰