

投资始终要牢记两条：

第一条是永远不要亏损；第二条是永远记住第一条。

——沃伦·巴菲特

HZ BOOKS
华章经管

WILEY

像

巴菲特

一样交易

Trade Like Warren Buffett

在过去50年里，没有人比巴菲特更加多样化地采用投资策略了：

股票、商品投资、债券、套利交易、基金、格雷厄姆—多德式的方法……本书包括巴菲特所有投资交易方法的细节。

(美) 詹姆斯·阿尔图切尔 著
James Altucher

胡志强 译



像巴菲特

一样交易 Trade Like
Warren Buffett

(美) 詹姆斯·阿尔图切尔 著
James Altucher

胡志强 译



机械工业出版社
China Machine Press



献给*Sam Vitiello*和*Seymour Altucher*,
两位伟大的父亲。

译者序

有关沃伦·巴菲特的书市面上有很多，为什么又要翻译沃伦·巴菲特关于交易的一本书呢？原因是：首先，沃伦·巴菲特的投资思想不是几本书能讲清楚的，对普通的投资者而言，还是像“谜”一样，我们还有持续的热情探讨他成功的秘诀；其次，本书以更新的视角、更广的范围、更通俗的语言，向我们描绘了巴菲特式的交易，使我们对他的投资思想有更具体、更深入的了解。我认为本书有如下特点：

一、本书没有简单论及价值投资。一方面，虽然现在有关价值投资的理念很多，但是巴菲特认为论述价值和增长的区别没有意义，本书更多地论述买入并持有策略之外的“安全边际”理念，并进行了深入的论述。原因不是价值投资不重要而是巴菲特的投资经历比任何人都丰富且富于变化，许多投资方式并不能完全以价值投资概括。另一方面，你也可以认为巴菲特的核心理念就是价值投资，不变的是价值投资，变的是巴菲特为价值投资赋予了新的含义。为什么呢？原来采用的这种价值投资现在并不存在，有太多的共同基金和对冲基金在竞争中套利，所谓的“价值”大家都能发现，也就不稀奇了。巴菲特的过人之处在于能发现意味着价值的机会，即购买价格低于其实际价值的投资产品，包括股票间的差价、表现糟糕的债券，甚至是垃圾股，这些通常不被看做价值投

资的投资，在巴菲特眼里就是价值投资。作者告诉了我们如何像巴菲特那样去发现这些机会，进行价值投资。

二、本书全面介绍了巴菲特与时俱进的投资技巧。纵观全书，你会发现在巴菲特几十年的投资生涯中，每个阶段都有比较明显的投资技巧与风格。早期，巴菲特主要采用购买那些价格低于有形资产的股票，从而改变公司的控制权；进行价值投资，把成长性与品牌相结合，分享成长的成果；把握特殊的套利机会，发现不是价值投资中的价值。中期，巴菲特从一个成功的对冲基金管理者转变成了一个资产配置者、保险公司巨头。巴菲特是一个很优秀的市场时机选择者，相信股市会迎来可怕的熊市，当然这不意味着巴菲特是由于害怕低市场收益才放弃对冲基金，而是他看到了一个前所未有的机会并参与其中。后期，近20年以来，巴菲特的公司和世界都发生了变化，巴菲特有太多的钱可以支配，世界上的优秀公司太少，其直接结果是巴菲特更注重安全性，当20世纪90年代，整个世界在热炒互联网概念时，巴菲特则在债券、白银以及外汇领域进行了多样化的投资。虽然巴菲特在不同的时期风格多变，但还是有线索可寻，就是在他的每一种投资风格中，他一直坚持一定程度的安全性，用巴菲特的话说“投资始终要牢记两条：第一条是永远不要亏损；第二条是永远记住第一条”。

三、作者告诉我们要完全仿效沃伦·巴菲特是不可能的，我们所能做的是模仿他的方法，并发展自己的方法，即使不能做到神似，至少也能做到形似。今天的金融市场与以前的市场大不一样了，互联网越来越普及，套利价差越来越少，今天的许多机会需要大额资金，虽然我们不具备，但不论你是业余人士还是专业人士，我们有自己的办法。仅就巴菲特投资的领域而言，几乎包括了金融的各个方面，既有运用高深金融理论的投资技巧，又有普通投资者都能学到的投资技巧，比如买进可口可乐公司的股票并长期持有。问题在于，可能每一个投资者都会这么做，

但只有极少数的人能坚持下来。

我们读这本书的意义何在呢？并不是每个人都能像巴菲特那样积累450亿美元的财富，也不是每个人都能像巴菲特那样交易，而意义在于巴菲特提供了一种方法、一种思维和一种境界，最重要的是一种境界，这种境界就是在年轻的时候想明白了许多事情，然后用一生的岁月来坚守。你越是在年轻的时候想明白这件事情，可能以后积累的财富就越多。那些成功的投资家会随着岁月消失，但他们的投资原则是永恒的，我们所要做的是学习这些原则并付诸实践，并忍受长时间的孤独寂寞，经过这种巨大的折磨，达到超凡脱俗的境界。

因此，我向广大读者推荐这本书，如果对你们有所帮助，我将感到非常欣慰。由于时间仓促、水平有限，翻译过程中的缺点与不足之处请广大读者、同行专家批评指正。

胡志强

2006年6月20日于珞珈山

致 谢

首先，我要感谢沃伦·巴菲特如此丰富多彩的生涯为我提供了写作这本书的素材，我希望自己也能有所收获。

在网络媒体公司TheStreet.com工作的Dave Morrow和Jim Cramer以及在《金融时报》工作的Steve Schurr和Lionel Barber给我提供了写作以及和其他投资人及作者交流的机会。我也十分感谢RealMoney.com和《金融时报》为我的写作提供了很多素材。George Moriarty、Gretchen Lembach、Aaron Task和Adam Batchelder在TheStreet.com上对我的文章进行了修改和再次修订，这是一项十分烦琐的工作，正是因为他们的帮助才使得这一过程进行得非常愉快。

Michelle Donley、Karen Ludke和Omid Malekan在我写这本书的各个阶段帮助我，并且告诉我如何使某些章节修改得更好，非常感谢他们给我又创造了这么多的新工作，我希望以后有机会报答他们。

Dan Kelly在这本书写作和出版的过程中充当宣传者和精神病学家的角色。特别感谢他回信给Debbie，使我们随意被他们开涮。

特别感谢Tim Melvin为我提供了巴菲特私有股份的情况。

当我写这本书的时候，Michael Angelides、Neal Berger、Jay Kaplowitz、Worth Gibson、Stephen Dubner、Joel Gantcher、Cody Willard、

VIII

Jim Moore以及上面已经提到的很多朋友在鼓励 and 开发我的其他活动方面扮演了重要的角色。再次感谢Wiley出版公司的Pamela van Giessen在我写书的整个过程中给予我的巨大支持与信任。最后，特别感谢Anne、Josie和Mollie又忍受我写了一个夏天的书，我希望能够十倍地补偿他们。

目 录

译者序

致 谢

- 第 1 章 这就是沃伦·巴菲特的交易吗 /1
- 第 2 章 格雷厄姆—多德和费雪的几招 /12
- 第 3 章 股票 /35
- 第 4 章 目前持有的股票 /43
- 第 5 章 像巴菲特一样合并套利 /70
- 第 6 章 相对价值套利 /109
- 第 7 章 私人投资公开股票 (PIPE) 和高收益 /117
- 第 8 章 高风险收益股 /129
- 第 9 章 巴菲特的个人资产 /134
- 第10章 封闭式基金套利 /144
- 第11章 对两个巴菲特投资风格的对冲基金经理的采访 /153
- 第12章 市盈率、市场预测和联邦储备模型 /175
- 第13章 巴菲特与灾难 /186
- 第14章 生存和死亡 /202
- 第15章 固定收入套利 /204
- 第16章 像比尔·盖茨一样交易 /209
- 第17章 嫉羨 /215

第1章

这就是沃伦·巴菲特的交易吗

我喜欢长期持有我投资的证券。

——沃伦·巴菲特

首先，我得向读者致歉，因为在这本书中，我很少提到可口可乐和华盛顿邮报公司，也没有深入论述伯克希尔·哈撒韦控股公司(Berkshire Hathaway)在过去30年中购买的那些公司(See's Candies、Dairy Queen、National Furniture Mart等)，而从这些公司的股票交易中，沃伦·巴菲特已经赚到了数十亿美元的可观收入，对此很多书已经做了精彩的描述，因而我觉得没有必要再作一番探讨。

这本书没有论及价值投资，现在有关价值投资的定义很多，并且对增长与价值两者关系的论述也很多，但是巴菲特认为，总的来说，论及价值和增长的区别没有意义。这本书从很多角度对买入并持有策略之外的“安全边际”(margin of safety)理念进行了论述，巴菲特的投资经历比过去任何人都丰富而且富于变化。在选股方面，整个投资界也只有几个人(实际上不超过10个人)比巴菲特资历老，但是没有一个人在过去50多年的时间里运用多种投资策略，也就是我在这本书里写到的那些策

略，其中大部分不是巴菲特著名的购买并持有策略而是交易策略。

当我在2003年参加伯克希尔·哈撒韦控股公司年会的时候，我并不知道自已会碰到什么事情。我遇见了一个人，他在1976年花了15 000美元买了200股伯克希尔·哈撒韦控股公司的股票，一年后为了买进另外一只只有稳定的两倍收益率的股票，他又卖出了其中的100股（谁能怨他呢），而到现在他持有的剩下的股票价值9 000 000美元，所以他现在一年中的大部分时间就在Tahoe山区滑雪。

我问他为什么购买这些股票，他告诉我，他和巴菲特是在同一个小镇长大的，那时候就听说过他，知道他很聪明并且也喜欢保险业。有人可能会说，我提到的这个人是难以让大家信服的投资者，他在25年里把15 000美元变成了9 000 000美元，50 000%的收益率。

并不是每一位与会者都这么幸运，大多数人是最近才购买了伯克希尔·哈撒韦控股公司的股票并且收益率要么还可以要么保持稳定。在我写这本书的时候，该公司股价正在全面上涨，他们希望投资者能够持有其股票。开会的时候我一直问与会人员他们为什么来参加会议，毕竟，这仅仅是公司历史上最普通的一次年会，但是却有大约15 000人参加。一些人只是想亲眼看看沃伦·巴菲特，想知道是什么精神贯穿他的一生使得他能够以100美元起家并将其增值成400亿美元，却同时保持一贯朴素、谦卑、简单的生活方式（他仍然生活在40年前花30 000美元购买的房子里）。

假设巴菲特通过价值投资规律发现这些不可思议的交易，而且又有很多价值投资的书试图解释他的价值投资方法，^①在这本书的最后，我想提供一份有关巴菲特的主要书籍的长长的阅读清单。

然而，巴菲特早期的成功主要来自于套利技巧、短期交易、清算等方式，并非使用他购买可口可乐和Capital Cities公司股票的时候使用的那些让自己成名的技术。在他生涯的后一个阶段，他通过使用固定收益

① 最著名的书是罗伯特 G. 哈格斯特拉姆（Robert G. Hagstrom）写的《沃伦·巴菲特之路：世界上最伟大的投资者的投资策略》。其他的书包括如蒂莫西·维克（Timothy Vick）写的《巴菲特怎样选择成长股》，劳伦斯·坎宁安（Lawrence Cunningham）所写的《像格雷厄姆学思考，像巴菲特学投资》。以上这些好书都专注于实物资产管理、良好的公司管理、资产的高收益率、良好品牌等方面的公司投资。

套利、通货、期货和其他技术成功地使自己的投资多样化。进而，在他的个人投资组合中，他试图坚持深层次的价值投资风格，那正是他早年对冲基金时代的标志。

这本书名为《像巴菲特一样交易》，这个题目就和传统介绍巴菲特的书有些不同。

首先，假设沃伦·巴菲特不做生意，他发现一个价值低估的宝石之后，购买并且一直持有它，毕竟，要花上100万年才能使一块石头变成宝石，一家好公司应该常常这样想。例如，巴菲特在20世纪80年代购买吉列公司的股票，在其股价翻了好几番之后，他仍然持有它，毕竟，男人总是要刮胡子的，吉列的顾客是地球上的30亿男人，你能说一直持有这只股票不对吗？

表1-1显示了伯克希尔·哈撒韦控股公司持有期少于5年的股票。

表1-1 伯克希尔·哈撒韦控股公司持有期少于5年的股票

公 司	行 业	购买年份	持有时间/年
Kaiser Aluminum	冶金和采矿	1977	4
SAFECO	保险	1978	4
RJ Reynolds	烟草	1980	4
《时代》	出版	1982	4
吉尼斯 (Guinness)	饮料	1991	3
Knight-Ridder	出版	1977	2
ABC	广播	1978	2
FW Woolworth	零售	1979	2
ALCOA	冶金和采矿	1980	2
Pinkerton's	专业服务	1980	2
Cleveland-Cliffs Iron	冶金和采矿	1980	2
General Dynamics	航空	1992	2
Capital Cities	广播	1977	1
Kaiser Industries	冶金和采矿	1977	1
Amerada Hess	石油	1979	1
National Detroit	银行	1980	1
Times Mirror	出版	1980	1
National Student Marketing	金融服务	1980	1
Arcata	纸制品	1981	1
GATX	机械	1981	1
Crum & Forster	保险	1982	1
埃克森 (Exxon)	石油	1984	1

(续)

公 司	行 业	购买年份	持有时间/年
Northwest Industries	综合	1984	1
Beatrice	食品	1985	1
Lear Siegler	航空	1986	1
Cannett	出版	1994	1
PNC Bank	银行	1994	1
麦当劳	餐饮	1996	1
Travelers	金融服务	1997	1

其次，交易的世界里常常刺激一些短线操作者一天里转手几次股票。当一天的交易开始的时候，人们很少会想到以长期持有股票闻名的沃伦·巴菲特。

然而，现在价值投资的结构和沃伦·巴菲特赚取他早期利润的时代完全不同了，更不要说本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）和戴维·多德（David Dodd）写的有关证券分析的经典书了。回过头想，世上只有有限的眼睛能够得到信息而不是欲望，并且能够寻找到满足特定价值标准的公司。但是，今天我想从6000只股票中发现一些满足特定收益率、特定股权收益率、特定市盈率或其他标准的股票，我能够在线浏览大量的股票走势图。相信我，无数的价值投资者都在这样做，20世纪60年代和更早就存在的信息套利机会现在已经不能存在了。

巴菲特要花好多时间研究每只股票多变的股价报道，从“垃圾”中找出黄金，在花了大量时间之后（现在也可能只需要一个小时），计划好如何购买自己想要购买的股票。比如，当巴菲特打算购买Dempster Mining这只股票时，他开车到矿产所在地，并在那里说服当地人把他们持有的股票都卖给他，因为在当时除此之外再没有像现在这样的流动市场了，所以他一旦买了这些股票，所持有的期限比想象的还要长。

巴菲特和格雷厄姆原来采用的这种价值投资方法现在并不存在了，有成千的共同基金和对冲基金在竞争套利机会，更不用说通过互联网炒股的个人投资者了。

在巴菲特控制对冲基金的年代（1957~1969年），其中有几年，他超过一半的炒股利润都来自于所谓的“疲软市场”（workout），也就是

存在某些特殊情况，并购中的套利机会、资产分拆、债务危机机会等的市场。从词义上看，我们可以认为所有这些机会都意味着“价值”，也就是说购买价格低于其实际价值的东西，无论是两只股票间的价差、表现糟糕的债券，还是一只被所有人都忽略的垃圾股，但是，这些情况通常都不被看为价值投资。

相反，在过去的20年中，巴菲特将他的精力主要集中于商品投资（1997年大规模收购白银）、固定收入证券套利、通过私人投资公开股票（private investment in public equity, PIPE）进行债务投资、并购套利、相对价值套利等。此外，巴菲特还首次在高科技领域进行投资，前几年，他购买了第三电信服务公司（Level Three）的大量股份以及电子商务行业中亚马逊公司（Amazon）的部分债权，在巴菲特对亚马逊公司的首次投资时，亚马逊公司连一毛钱的盈利都没有，更不用说未来现金流了。

巴菲特的投资生涯分为三个阶段，我们将集中讨论每个阶段巴菲特所采用的技巧。

1.1 早期

巴菲特的对冲基金时期是指他从白手起家到身价达到2500万美元的时期。当时巴菲特因为经典著作《超级利润》（*Supermoney*）一书接受了史密斯的访问。这个时期中，巴菲特采用三种技巧：

1. 雪茄技术。伯克希尔·哈撒韦控股公司采用过这个技术，也就是购买那些价格低于有形资产的股票。巴菲特有时会积累足够的股份，改变公司的控制权，以使他享有直接处置公司资产的权力。
2. 价值投资。与他的伙伴查利·芒格（Charlie Munger）的一些增长理论以及品牌潜力相结合，使得巴菲特在同行中异军突起。
3. 特殊套利机会。疲软市场、垃圾债券、并购机会、资产分拆等。

1.2 中期

20世纪七八十年代是巴菲特从一个成功的对冲基金管理者到操盘手、

资产配置者及保险公司巨头的完全转型阶段。为什么选择保险公司，而离开对冲基金方面的业务呢？回顾过去，我们会认为巴菲特尽管离开得早了点，他仍然是一位很优秀的市场时机选择者（market timer），但是正如伯纳德·巴鲁克（Bernard Baruch）所言：“我总是卖得太快了。”所以，可以认为巴菲特在市场实质上平淡运转的10年到来之前离开对冲基金是一个很好的市场时机选择信号，尽管如此，我并不相信这个结论。

我相信巴菲特曾预期股市会迎来可怕的熊市，事实上，1973~1974年是20世纪30年代以来股市下跌最惨重的时期，但是我不认为巴菲特是由于害怕低市场收益才放弃对冲基金的。正好相反，当市场表现最糟糕时，他向投资伙伴提供的年报往往很吸引人，相对于他的绝对业绩，他更自豪于自己的超凡业绩。当市场收益上涨30%时，20%的年收益率对他来说简直是灾难；而当市场年收益率为-20%时，5%收益率却使他感觉很好，所以，市场严重下跌的预期并不会构成促使他放弃对冲基金而进入保险业的动力。

相反，我认为他看到了一个前所未有的机会并准备参与其中。他不收管理费，只要25%的利润，通过这种方式，巴菲特构建了自己的合伙制。例如，他管理的资金是500万美元，假设投资者获得20%的收益即100万美元，他可以获得25%的利润，也就是25万美元作为回报。

尽管如此，保险公司对像巴菲特这样的投资巨鳄具有更大的吸引力，除了巴菲特保留100%的利润外，保险公司的运作与对冲基金的运作十分类似。投保人支付他们的保险费作为投资，而只有在他们生病或者遇到灾害时才能取得收益。一个运营良好的保险公司，它的“浮动成本”（cost of float）在理想情况下为零，也就是说，你无须承担比保险费更多的支出，所有的利润都归公司所有，如果浮动成本为零，那么保险公司的经济状况就比对冲基金好得多。

巴菲特以每股40美元购买他以前为投资者购买的伯克希尔·哈撒韦控股公司的股票（对投资者来说获利空间是每股7~16美元），而不是退休开始他的桥牌生活。之后，随着巴菲特将伯克希尔·哈撒韦控股公司作为他发家的起点，20世纪70年代的剩余时间就成为巴菲特的保险公司、区域银

行以及其他从Nebraska家具中心到See's Candies的现金资产的天下。

在此期间，巴菲特逐渐不再关注于“疲软市场游戏”，而越来越多地关注于“控制游戏”。例如，他所购买的保险公司、家具公司、巧克力公司以及他的“将军”——可口可乐和吉列这样的公司最终为伯克希尔·哈撒韦控股公司创造了亿万美元的利润。

没有一种方法能够总结巴菲特这个时期的投资风格。早些时候，他肯定对购买价格低于账面价值的公司充满兴趣，华盛顿邮报公司就是一个很好的例子，他从一部分的流动价值开始累积股份。但是晚些时候，尤其是20世纪80年代，他使用的定量方法更少，更主观，可口可乐公司就是很好的例证，巴菲特从1988年开始累积它的股份，他最终成为可口可乐公司最大的股东，可口可乐公司是以其13倍的收益率来交易的，在那时候即使市场几乎没有折扣，可口可乐公司也是以以前收益率的10倍进行交易的，这就是说，巴菲特坚信对可口可乐的交易是在预期该公司未来的收益基础上获得巨大折扣的交易，最后证明他的做法十分正确。

“中期”对我来说是最不感兴趣的阶段，尽管如此，这个时期（20世纪七八十年代）出版了很多关于巴菲特的书。哈格斯特拉姆（Hagstrom）的《沃伦·巴菲特之路》^①一书就对巴菲特的这个时期作了讲述和评论。

我将贯穿本书的观点复述如下：要完全仿效沃伦·巴菲特的交易是不可能的。我们的目的是通过采用各种可能的手段将“安全边际”的概念量化，从而接近他的交易模式。

1.3 后期

20世纪90年代和接下来的21世纪给巴菲特带来了任何公司都从未面对过的有趣的两难境地，简而言之，他有太多的现金可供支配。由于他偏好于寻找质优公司的股票，因此世界对他来说实在是太小了，当他偶尔向大学生们授课时，他常常会感慨地说道，如果他的钱少一点儿的话，

① 《沃伦·巴菲特之路》（*The Warren Buffett Way*），罗伯特·哈格斯特拉姆（Robert Hagstrom）（Wiley, 1993）。

他就还能在套利情况下赚取每年50%的收益，但是，用500亿美元的话，这是不可能的。同样，他也不那么容易在市场上发掘出被低估的股票，可以这么说，如果一家价值10亿美元的公司以低价出售，而巴菲特有能力购买10%的股份，假设公司在下一年收益上涨100%——收益已经十分可观，但伯克希尔·哈撒韦控股公司的账面价值仅仅只会增长0.2%。

在20世纪90年代，巴菲特的投资风格有了一些新的发展。首先，巴菲特更加注重安全性，在90年代后期，当整个世界都像着了魔一样地买进所有写有“.COM”字样的股票时（作者本人也买了），巴菲特则在债券、白银、固定收入证券以及外汇领域进行了多样化投资。

所以，既然巴菲特的投资生涯跨越了50年，经历了多样化的投资风格和规则，我们还有可能“像沃伦·巴菲特一样交易吗”？

1.4 为时已晚

要完全仿效沃伦·巴菲特的交易是不可能的。我们所能做的只有模仿他的方法，为每个交易状况下巴菲特所要求的边际安全性进行辩护，并且尝试发展出自己的方法，即使不是完全复制，至少也是巴菲特式的。但是，我们为什么不能像巴菲特一样交易呢？我们把三个主要原因总结如下：

1. 互联网改变了一切。所有的证券交易委员会文件、每一条新闻报道、每一宗内幕交易以及每一期收益都定期发布在互联网上，并且对于成千上万寻找低价优质股票的投资者而言这些都是可得的。尽管大量研究显示，太多的个人投资者都是天真无知的，但事实上有很多优秀的投资者已经知道该如何利用手边的信息，投资者再也不用从旧文件堆里挖掘出下一个Dempster Mining，也不用驾车穿越内布拉斯加州去寻找那里的不可多得的优质股票。
2. 套利价差缩小了。巴菲特在他的对冲基金时期所驾驭的“疲软市场”（workout）交易已经不再那么容易完成，如果巴菲特着手交易，只有一小部分对冲基金会尝试使用这一技术。如今有超过7000只的对冲基金尝试从每个套利机会里获取利润，当机会还存在时（我们将在后面几章深入讨论这些机会），已经有比巴菲特当初参与时多得多的种类了。