

# 沃尔特·施洛斯译文



## 1998 年演讲 - 华尔街 65 年

RanRan 译

### 前言

沃尔特·施洛斯是美国最杰出的价值投资者之一，被好友沃伦·巴菲特称为“超级投资者”。

1934 年，施洛斯在华尔街找到了第一份工作——跑单员。他曾师从价值投资开山鼻祖本杰明·格雷厄姆，1946 年开始为老师工作，直到 1955 年自立门户，成立沃尔特 J. 施洛斯合伙人公司，简称 WJS。在近 50 年的投资生涯中，他为 WJS 公司股东赢得了 20% 的年复合回报率。

1998 年，施洛斯发表了这场题为《华尔街 65 年》的演讲，用一个个妙趣横生的小故事，讲出他眼中“严格坚持原则，不越雷池半步”的导师格雷厄姆，和“聪明到前无古人后无来者”的同门好友巴菲特。

同为成功投资者，施洛斯认为自己和同门师兄弟都很理性，“即使在非常不利的情况下，也不会情绪化。我们都是好人，都诚实本分。”

---

我有个朋友，在精神病院当医生。有一天，他问我能不能给他的患者讲讲投资，我说好啊。他把我介绍给听众，我就开始讲起了投资。

过了一会，坐在前排的一个大个子站了起来，喊道：“闭嘴、你这白痴，给我坐下！”我把目光投向我的朋友，问他该怎么办。

他说：“坐下吧，好几个月了，这家伙总算说了句正常的话。”

### **关于格雷厄姆**

我想谈谈本·格雷厄姆，他对我帮助很大，我想各位也有兴趣了解他早期的情况。

我们都知道格雷厄姆毕业于哥伦比亚大学，后来选择了基金管理人的工作，因为他在投资方面很有头脑。20 年代，他管理基金的做法是收取 50% 的利润，同时承担 50% 的亏损。

他的业绩一直不错，直到 1929 年股市下跌，格雷厄姆的股票自然也受到了影响。股票下跌了，雪上加霜的是当时许多合伙人需要用钱或者在别的地方出现了巨额亏空，纷纷撤资退出。

格雷厄姆就琢磨怎么才能永远不再重蹈覆辙。他亏了钱，很烦闷，这放在谁身上都一样。

他研究出了很多不亏钱的办法，其中之一就是买入价格低于营运资金的公司。30 年代，有不少公司的股票跌到了这种地步。

1936 年，格雷厄姆成立了格雷厄姆-纽曼公司，在我看来，它的运作方式兼具开放式基金和封闭式基金的特点。格雷厄姆向股东开放申购和赎回，他在发行新份额时会赋予现有股东低于资产价值折价买入的认购权，也就是说，如果股东不想行权，可以卖出认购权。

1946 年初，我从部队退役，进入了格雷厄姆的公司，担任证券分析师。那时候格雷厄姆-纽曼已经走过了 10 年，保持着优秀的业绩，这得益于他们买入盈利能力不是很理想，但拥有大量净资产的二线股。

战争爆发后，格雷厄姆的策略获得了回报，因为超额利润税沉重打击了净资产较少的企业。拥有大量净资产的公司都为战争提供资源，它们不必缴纳超额利润税，因此赚了不少钱，这些公司的股票随之上涨，格雷厄姆获得了很高的收益。

格雷厄姆觉得这些股票上涨之后大部分都不便宜了，于是他把很多股票都卖了出去。

当我开始为格雷厄姆工作时，公司的普通股投资组合里有 37 只股票。在当时这算是规模很大的一家投资公司。他们掌管 410 万美元，其中 110 万美元投资普通股。

我查看了当时的投资组合，发现 1946 年 1 月 31 日这个组合里的 37 只股票中现在只有两只还健在，其他的都被收购、兼并或破产了。仅存的这两只，一个是三陆公司（Tricontinental Corp），另一个是麦格劳希尔公司（McGraw Hill）。

这些股票的持股数量都很少，算一算，110 万美元，37 只股票，每个股票的份额都不多。这些股票不全是工业股，还有几家投资公司的股票以及美国担保公司（American Surety）等保险股。

在格雷厄姆的投资组合中，其他的基本上就是持有一些破产公司的债券，并卖出相应的“发行前”证券，持有一些可转换优先股，并卖出相应的普通股。

那时候，如果股票上涨，可以兑现优先股的利润获得长期利得，弥补做空普通股的短期亏损，他们这样赚了不少钱，当然现在不行了。

总之，当时我的工作就是寻找低估的股票。我们寻找价格低于运营资金的股票，这种股票不太多。

举个例子，有一只股票是简便洗衣机公司（Easy Washing Machine）A 股，它的 B 股完全由管理层和所有者持有。你或许知道，过去在 40 年代，许多公司是家族企业。

十多年前，在外百老汇上演过一场叫作《金钱太保》（Other People's Money）的戏剧，可能在座的有人看过。

讲的是一家新英格兰的小公司陷入了困境，这家小公司是家族企业，他们不赚钱，利润太低，也不愿再往里投入。这时一个纽约人出现了，他开了一个不

错的价格，要收购这家公司，但是公司的董事长不想卖。

戏里充满了尔虞我诈，最后这个家族还是把公司给卖了，纽约人清算了公司，把员工都解雇了，但是这个家族从中赚了钱。

当年发生的一些事情就和这个戏里演的一样。大家都知道沃伦·巴菲特，他给我讲过一个故事，我觉得很有意思。

当年，他持有很多伯克希尔·哈撒韦（Berkshire Hathaway）的股票。他的买入价可能是每股 8 到 10 美元左右。巴菲特找到了公司的管理层，对公司的董事长说想把一部分股票卖回给公司。这家公司以前回购过。

董事长答应以每股 11.50 美元的价格买入沃伦的股票。沃伦收到要约后发现出价是每股 11.38 美元，他很不高兴，就把公司的控股权买下来了，所以有时想占点小便宜，真要想想后果。

在为格雷厄姆工作时，格雷厄姆给我留下的印象之一是他严格坚持原则，不越雷池半步。

有一次，我有个在亚当和派克（Adams & Peck）工作的朋友找到我。不知道你是否听说过亚当和派克，它是一家老牌的铁路经纪商。

海蒂·格林（Hetty Green）想要购买匹兹堡-韦恩堡-芝加哥铁路公司（Pittsburgh, Fort Wayne and Chicago Railway Company）的优先股，租期是 999 年，不过后来宾州中央（Penn Central）破产了。亚当和派克以收购租用线路公司而著称。

我的朋友告诉我，巴泰尔科研中心（Battelle Institute）为哈罗伊德公司（Haloid Company）进行了一项研究。哈罗伊德公司位于罗彻斯特市（Rochester），大萧条时都一直分红，这是一家为柯达（Eastman Kodak）生产相纸的小公司。

哈罗伊德掌握了一项新技术的专利权，他推荐我们买入哈罗伊德的股票。大萧条时，哈罗伊德的价格在每股 13 到 17 美元之间。

听到这个消息时，它的股价是 21 美元。当时大概是 1947 或者 1948 年左右，我觉得值得关注，多花 4 美元，买入成功研发复印机的机会，值得一试。巴泰尔科研中心看好这家公司。

我找到格雷厄姆，对他说：“您看，只要多花 4 美元，买入这个公司，就有机会获得不错的收益。”他回答我说：“不行，沃尔特，我们不买这样的股票。”当然了，哈罗伊德就是后来的施乐。

你看，他就是这么坚持原则。在这件事上，唯一让我感到安慰的就是我几乎可以肯定，就算他们听我的，在 21 美元买入这只股票，只要涨到 50 美元，也一定会卖掉，因为他们不预测这个产品的潜力。

说到这些低估的股票，有一点要注意的就是我们无法预测它们的盈利。有些股票是成长股，你可以预测明年或今后五年的情况。房地美（Freddie Mac）等大型成长公司的业绩可以预测，但是二线股就无法预测了。我们不敢说：“它们今年表现糟糕而且是二线股，明年就能好起来。”

我们的做法是买入低迷的二线股。现在的股市处于高位，几乎所有股票都被筛过好多遍了。分析师太多了，现在有 3.4 万特许金融分析师，很难找到值得买的股票。

我和大家说一只股票，你们可能不会喜欢，低估的股票都是这样。这只股票以前也有人推荐过，曾经是道指成分股。它时运不济，苦于挣扎，所在的行业又不招人待见。

它的股价是 21 美元，却有 40 美元的每股净资产。它遭到了抛售，我印象中它现在的价格就是 21 美元左右。几个月前，市场大跌时好像跌到了 17 美元。它就是铜矿开采商美国冶炼公司（American Smelting and Refining Company, Asarco），前不久刚刚宣布将分红减半。

可是这只股票在秘鲁有大量资产，在美国也有几个储量巨大的铜矿。它没有成长性，谁都看不上它。我觉得 Asarco 便宜。不是我说它便宜，它就会上涨。我们持有这只股票。我不是因为自己买了，就在这里兜售，只是觉得大家可能会对我说的这种股票感兴趣。

当年在格雷厄姆-纽曼，我们就按照本·格雷厄姆的原则买了很多这样的股票。我们买入大量低估的股票，涨起来就卖出。

我们持有比尤达公司（Buda Company），我刚加入的时候，投资组合里仅有几只工业股，例如，琼斯-拉姆森机械厂（Jones and Lamson Machine Work），它位于佛蒙特州。琼斯-拉姆森是一家机床制造商，战争结束了，没什么前景。

你想想，哪需要那么多制造机床的公司？我们还买了新不列颠机械厂（New Britain Machine Company）。

你可以买入这种前景不被看好的公司。有个很好的例子，大家可能听说过。一家公司深受大众追捧，45 美元的股价，20 美元的每股净资产；另一家公司，20 美元的股价，40 美元的每股净资产，其实就是同一家公司——波音（Boeing Airplane）。

二战前，波音公司的股价远高于净资产，因为人们看好它的前景，但到了 1946 年，人们觉得波音没前途了，纷纷把它抛弃。我们愿意在波音公司股价 20 美元、每股净资产 40 美元时买入，而不是相反。

据我所知，在座的各位，愿意在公司陷入困境时买入的寥寥无几。为什么这么说？我买入陷入困境的公司，我又为客户管理资产，他们就不喜欢陷入困境的公司。他们想要的是风光的公司。

我们买入陷入困境的公司是逆人性而动，而且我们在下跌的过程中买入。如果我们以 30 美元买入，跌到 25 美元，我们会继续加仓。

为客户管理资产，30 美元买的股票跌到了 25 美元，许多客户就会不高兴。25 美元时应该加仓，客户却不喜欢这样，我们最好不让他们知道。

你要有一颗大心脏，情愿承受账面亏损。下跌的时候不卖出，而是愿意加仓继续买入，这种做法与股市里人们的行为完全相反。

格雷厄姆其实就是个逆向投资者，但是他没用过逆向投资这个词，因为他买股票就是看值不值。我刚开始在格雷厄姆手下工作时，还没人像他那样在下跌的过程中买股票。

我从 1946 年 1 月格雷厄姆-纽曼的致股东信中选取了 6 页，复印出来供各位阅读。如果你感兴趣，请到楼上取阅，从中可以了解一些历史。这是格雷厄姆-纽曼走过的第十个年头，我当时在那工作。我在格雷厄姆-纽曼的第一个任务就是准备第 10 年的年报。你可能对这份资料感兴趣，没兴趣也没关系。

不知道我对格雷厄姆的介绍，大家是否满意？我一直努力追随本·格雷厄姆的理念和实践。现在做起来要困难多了，已经找不到大量低于营运资金的股票了，就连股价低于净资产价值的股票也很少见了，一般破净的股票都是陷入困境的，人们避之唯恐不及。

我们做投资最关键的就是根据价格高低决定买不买，正如格雷厄姆在《聪明的投资者》中所说，“买股票要像买菜一样买，不能像买香水那么买”。

这个原则在今天看来有些不合时宜，因为吉列和可口可乐等股票的价格就像香水一样昂贵。总之，我们喜欢买入我们认为低估的股票，而且我们必须有勇气越跌越买。

关于本·格雷厄姆我就讲到这里。我讲完了。请大家提问吧，我会知无不言。

## 问答环节

Q1：现在经常听说市场有时比投资者知道的更多。那么，当股票下跌时，有没有可能是我们分析错了，不应该加仓买入，而是要减仓退出？

A：有这种可能。你必须独立判断，有勇气坚持到底，市场不看好你的股票不代表你是错的。话说回来，具体如何判断，每个人必须自己决定。股市的魅力就在这，只有在未来我们才能知道答案。

Q2：你和同在本·格雷厄姆门下的师兄弟们都是非常成功的投资者，请问你们有什么共同之处？

A：我想首先我们都不抽烟。要说真有什么共同之处的话，我们都很理性，即使在非常不利的情况下，也不会情绪化。在我们当中，沃伦在这方面做得最好。

我们都是好人，都诚实本分。大家知道，有些人赚了不少钱，但是我不会买他们的股票，因为他们不值得信赖，这些人是谁，大家可能心里有数。和这种人有关的一些股票价格很低，因为大家都心知肚明。可以说，我们这些师兄弟都是好人，沃伦想得很周到，他每两年都组织我们找个地方聚一聚。

《福布斯》杂志介绍过，我们第一次聚会是在 1968 年。沃伦问我：“想不想和本·格雷厄姆一起出去玩一圈”。只有这次聚会本·格雷厄姆在场。

沃伦说：“先去拉斯维加斯怎么样？”我说：“好，我同意。”当然了，拉斯维加斯的酒店非常便宜。我记得我们赌了不到 20 块钱。

然后，下一站是加州圣迭戈 (San Diego)。我带了便携照相机。一次，大家都在的时候，我说：“咱们照张相吧。”我拍了一张合影，后来寄给了大家。几

周前，这张照片刊登在了《福布斯》上，写着“照片由沃伦·巴菲特提供。”

Q：1968 年，你们的那次聚会是在加州，对吗？

A：是，在圣迭戈市。

Q：格雷厄姆真的给你们出了 20 道判断题吗？

A：答案我不记得了，只记得题目很难。

Q：你也找不到这 20 个问题了吧？

A：找不到了。题目一点都想不起来了，只是记得这个测试有些不公平。

Q3：现在日本有很多便宜的股票，符合低于营运资金（net nets）选股标准的有很多，但是似乎毫无公司治理可言。你会考虑投资吗？

A：我对外国公司的担心在于我不相信政治。我不了解外国公司的背景。我认为美国证券交易委员会（SEC）确实干得不错。我持有美国公司更放心，我不会说日语，而你说的这些公司在日本，我就是觉得买美国公司更放心。

可以告诉大家，我们也买了英国的公司。其他国家公司，我们就不碰，我们不懂它们的政治，总会有出乎意料的事情发生。这让我想起了古巴，过去有些美国公司在古巴做生意，没想到当地突然爆发了革命。

我还是对美国公司更放心。我熟悉美国的经济政治体制，虽说事情也会变化，但我对美国公司更放心。

Q4：人们经常拿今天的市场和过去的市场做比较。你认为历史上出现过今天的情形吗？你觉得今年股市的估值和过去哪年比较像？

A：这么说吧，去年年底我们的合伙人公司停止接受新资金，我觉得我不知道市场会怎么发展，也不想预测市场会怎样，我完全找不到可买的股票。

我儿子也找不到可买的。他说：“既然我们找不到可买的，就别接受客户的资金了”。于是我们就不接受新资金了，到了这种程度，我认为去年的市场估值太高了。



现在的市场存在两极分化现象。有些股票确实跌了不少,下跌了 50%、60%,有些股票则涨到了历史高点附近。看看那些低迷的股票,它们可能会涨回来。

人们都喜欢买顺风顺水的公司,厌恶陷入困境的公司。许多人会想到卖出股票的亏损可以抵税,给自己找各种各样的理由。所以有时候,股票是越跌越厉害。原因很简单,人们想用卖出股票的亏损抵税。

每个市场都不一样。1962 年,市场疯狂追捧一些低价股,低价股大涨,新股价格也高得离谱,我就在旁边看着,这些股票一股都没买。有些股票我们卖出后涨了很多,然后又跌了回去。

我记得有这么一只股票,它叫福恩斯兄弟手套厂 (Fownes Brothers Gloves),这家公司早就消失了。我记得这只股票我最早是在 1955 年我们合伙人公司成立时以 2.5 美元买入的,是特维迪-布朗尼 (Tweedy Browne) 帮我买的。

它涨到了 23 美元,我就把它卖了。我持有的量很大,都给卖了,后来却买不回来了。它没下跌多少,而且成交量越来越小。过了许多年,它的股价涨到了 32 美元左右。

有时候只要时机合适,就得抓住机会卖出,然后告诉自己“好了,由它涨去吧”。因为我们在上涨时分批卖出,我们卖出的大部分股票会继续上涨。我们逃不了顶,也抄不了底。

Q5: 你卖出的原则具体是什么? 多年来有变化吗?

A: 卖出很难。卖出是最难的,虽然心里定好了卖出目标价,但有时候会受到情况变化的影响。

我曾经持有生产水泥的南丘羊公司 (Southdown, Inc.)。我们在 12.5 美元左右买了很多。这只股票买得不错,后来股价翻番,我们在 28 美元、30 美元左右清仓,两年时间取得这样的收益相当不错了。后来发现到它涨到了 70 美元。

在这样的错误面前,我们真的承认自己不行。我们就是觉得在我们卖出的价格水平已经不便宜了。

Q6: 你的投资方法是否发生过重大变化?

A：是的，市场变了，我们的投资方法随之改变。我买不到价格低于营运资金的股票了，虽然买不到了，但我不是买不到就撒手不干了，我们必须知道要怎么办。

我们决定要买这样的股票：不景气但是有大量净资产，股价接近历史低位而不是高位，别人都看不上眼。

可是别人为什么看不上？你可能会说这肯定有原因。可能只是股票的盈利不行，但人们很看重盈利，都太把下个季度当回事了，我们不这样。

Q7：特维迪-布朗尼侧重定量，巴菲特侧重定性。你更偏向哪一边？

A：我和特维迪-布朗尼的风格更接近。沃伦聪明绝顶，可以说是前无古人后无来者。我们学不了他。无论做什么事，都要让自己满意。

有些人克隆沃伦·巴菲特，沃伦·巴菲特买什么，他们就买什么。怎么说呢？我不愿意这么做。我们管理基金，每年把涨上去的股票卖了，再找便宜的买。

如果我们买入一只股票，假如我们就买沃伦·巴菲特的股票，就拿房地美(Freddie Mac)来说吧，买入后，它从 10 美元涨到了 50 美元，这可真涨了不少，我们就会卖出。

如果不卖出，市场行情发生变化，房地美从 50 美元跌到 25 美元，我的合伙人会亏损 50%，全年我们在股票上亏损 30%。我们不能亏损 30%，这样客户就会撤资。查理·芒格(Charlie Munger) 管理自己的资产时曾经连亏两年，损失了 30%。

我们必须考虑客户的情绪问题。他们信任我们，但是不愿意亏损 30%。我们也不会让自己管理的资金亏损 30%。

如果我们买入有成长潜力的优质公司，它们可能遭遇大跌，我们的客户也不懂。我们要尽力保护他们，我们从利润中分成，也会承受亏损。不过，客户还是不愿意看到亏那么多钱。

因此，我不喜欢成长股。有人在成长股上赚了不少。话说回来，还是要选择适合自己的投资方法。适合我们的方法就是买入风险有限的股票，而且我们买入很多只股票。

有人说分散持股是因为无知，这话有一定的道理，我们不像彼得·林奇 (Peter Lynch) 那样拜访全国各地的公司。他把自己搞得太累了。他每年拜访 300 家公司，一家接一家，马不停蹄，这有什么好处呢？

我们的风格和他不一样，格雷厄姆也不那么做。格雷厄姆认为公司的董事对公司的成败负责。如果公司发展得不好，就更换管理层，想办法让公司好起来。

当然，这需要时间。没有哪个公司愿意一直亏损下去，它们会想办法改变局面。要么合并，要么更换管理层。我们不会花时间和管理层交流，也不和合伙人交流，我们根本不想和合伙人交流。

从情绪方面讲，我发现股市可能让人深受折磨，我不想听别人哭诉。如果客户不高兴，你不在我们的位置上体会不到，但我们就是不想听客户抱怨。客户不满意可以走人。

我们会尽力履行自己的职责。我觉得大家要看看我们过去的成绩，就是相信我们，毕竟我们干这行 43 年了，客户只要跟着我们就行了。

Q8：你现在接受新资金吗？从什么时候开始接受？

A：现在不接受。我们每年只要有空间就会接受新合伙人，是新的有限合伙人，但是不会接受公司合伙人，我们要限制规模。

Q：你刚才说了，去年没有接受新资金……

A：去年我们决定一个新合伙人都不要。

Q：那今年接受新合伙人吗？

A：只要有一百万美元，而且非要加入不可，也行。其实，我们还没有接受新投资。我不知道我们是否还有空间，现在差不多已经饱和了。

不过，情况允许的话，我们会灵活一些。

Q9：你的换手率是多少？

A：估计每年 20% 或 25% 左右，我们每四年周转一次。我们希望获得长期

资本利得，而且买入陷入困境的公司，我保证肯定不会你刚一买它就涨，而是会继续下跌。必须要等一段时间，公司才能好转，一般要等四年左右，有些股票等的时间更长。

有一只股票就是这样，很巧的是，这还是从沃伦·巴菲特那买的，当时是帮他的忙。1963 年，他有一批股票，每只股票的股份数都很少，他想把这些股票转让给我。具体的名字我都忘了，其中有一只是杰纳西-怀俄明铁路公司 (Genessee & Wyoming Railroad)，还有一些别的。

我说：“沃伦，你的成本价是多少？”他告诉了我。他说愿意按成本价卖给我。我说：“行啊，沃伦，卖给我吧。”一共是 6.5 万美元，这笔钱现在不算什么，当时可不是小数目。

有五家公司，后来陆陆续续我们把这些股票都卖了，最后它们表现都非常好。我还有一只在手里，叫商业国民置地 (Merchants National Properties)，这家公司刚刚发出收购要约。

我当时是 14 美元买的，现在的要约收购价是 553 美元。从这个例子可以看出来，小公司里赚钱的机会不少。不过，这都是 35 年前买的了。

Q10：巴菲特经常说它的几只重仓股，你好像不是这样。

A：不是的，我们不行。从心理上讲，我做不到。我说了，沃伦聪明绝顶，他不但善于分析股票，而且善于判断企业，他买入一家公司的话，公司的管理层会卖命地为他工作。我觉得他什么都不用干了。

沃伦看人看得很准，看企业看得也很准。沃伦的风格很好，但我们的风格和他不一样。他可以找到五家能看懂的公司，而且几乎全是金融公司，他游刃有余，我们真的做不来，人要知道自己几斤几两。

Q11：你关注大宗商品吗？你认为白银是否低估了？

A：我对大宗商品毫无所知，不知道它们的价格走向。我买入的 Asarco 是开采铜矿的大宗商品公司。我不知道铜价是否会继续下跌，只是根据股价看觉得 Asarco 便宜，不是因为我知道铜或白银的价格走向。我对这些东西一概不知，这倒省了不少时间。

Q12：你做空吗？

A：我们做过几次，每次做空都觉得很难受，以后再也不做空了。

## 2008 年视频采访文稿

RanRan 译

### 前言

沃尔特·施洛斯曾在价值投资开山鼻祖本杰明·格雷厄姆手下任职，被好友沃伦·巴菲特称为“超级投资者”。他的投资方法平凡朴素，是只想赚快钱的交易者无法理解的。

1955 年，格雷厄姆决定退休，施洛斯就自立门户，成立沃尔特·施洛斯有限合伙公司，简称 WJS。

施洛斯没上过大学，但在近 50 年的投资生涯中，他为公司股东赢得了 20% 的年复合回报率。他管理的基金在扣除费用后的年复合回报率达到 15.3%，远高于标普 500 指数 10% 的表现；期间累计回报率更高达 698.47 倍，大幅跑赢同期标普 500 指数 80 倍回报率水平。

施洛斯已于 2012 年去世，这是他留下的唯一一个视频，是加拿大某商学院教授在 2008 年，邀请当时 92 岁的施洛斯，通过视频会议接受的访谈，由 RanRan 翻译。

---

施洛斯：我想先简单说几句。我是从 1955 年本·格雷厄姆说要退休后开始管理基金的。我非常敬仰格雷厄姆，他的一个投资人对我说：“沃尔特，要是你成立基金，我愿意认购。”于是我就说：“好啊。”我们募集到了 19 个合伙人，他们多数人都投了 5000 美元，我们就从 19 个合伙人，10 万美元起步。

现在请大家提问吧，要是我说错了，请大家指正。

Q：能讲讲你和本杰明·格雷厄姆的关系吗？还有你是怎么入行的？

施洛斯：我 19 岁开始工作。我父亲失业了，家里太困难，我在卡尔 M. 勒布公司 (Carl M. Loeb & Co) 找到了一份跑单员的差事。这家公司后来发展

成最大的证券公司之一，勒布-罗德斯（Loeb Rhoades）证券公司，不过我去那工作时它规模还很小。我被分配到出纳部。

一年后，我想多赚些钱。我找到给了我跑单员这份差事的合伙人，问他我想当证券分析师行不行。他说不行，但是他说有一本书《证券分析》(Security Analysis)，是本杰明·格雷厄姆写的。他说只要读了这本书，别的书都不用看了。我找到了《证券分析》，这是一本非常好的书。

后来勒布送我去纽约证券交易所研究院学习。本杰明·格雷厄姆在那开了一门叫“统计分析”的课。我听了他的两门课，“证券分析”和“高级证券分析”。

我觉得格雷厄姆真是太棒了，他和沃伦·巴菲特有点像，我的意思是你一见到格雷厄姆就能了解他的思维方式，他的想法很有道理。

顺便讲个小插曲，那时候，我已经为格雷厄姆工作好几年了，有一次，我在他的办公室，他接到了他的律师打来的电话。律师告诉他，当天以 130 万美元给他买到了公务员保险公司（Government Employees' Insurance, GEICO）的股票。

他转过身来对我说：“沃尔特，要是这只股票达不到预期，我们可以随时清算公司，把本钱收回来。”从这件事可以看出买得值有多重要。

Q：你如何选择股票？

施洛斯：我喜欢买创新低的股票。我喜欢看股票的数据，顺便说一句，我觉得《价值线》(Value Line) 非常有用。我没有电脑，使用《价值线》可以很方便地查看统计数据。看到统计数据，我就能对公司做出判断，我不和管理层交流。

Q：你如何减少错误？

施洛斯：我不想亏钱。我买股票就买那些我认为有下跌保护的，至于能涨多少就顺其自然。

我认为最主要的是挑选债务不高的公司。我喜欢看公司的年报，从委托书和年报中可以了解公司的董事持有多少股票，谁是大股东，公司的历史情况如何。我觉得买入高负债的公司，就算最后经营情况能因为高杠杆而有所好转，我也不愿意买。

我挑选股价创新低的股票，创新低的股票一般陷入了困境，所以我不喜欢负债。债务会给人带来很多麻烦，你要是了解 MBIA 和其他借贷公司，你就会知道，债务会给人带来多大的麻烦。

我喜欢买资本结构简单的公司，它们的债务不高、管理层持有相当份额的股票，而且公司也有很长的历史，找到一家公司，要看它经营多久了，做什么生意。

我从来都不善于看人。要是去和管理层交谈，可能会发现他们人很好，但是我根本不了解他们，所以我最好还是看数字，而不是看人。特别是公司没多少负债的话，要是债务不高，一般是非常安全的。

有时候买入一家公司后，它可能决定收购另一家公司并大举借债。不过只要看公司的背景，了解公司的历史，就可以知道公司的过去和现在。在这方面《价值线》很有用，它一般提供过去 10 或 15 年的数据。

不知道我是不是回答了你的问题，一句话，我就是不想亏钱。

Q：股票下跌时，你会继续买入还是重新考虑？

施洛斯：很多时候你买入一只股票，它陷入了困境，所以股价才低迷，这时可能继续下跌，你要做的就是相信以更低的价格买入是好事。

大部分股票经纪人不愿意推荐正在下跌的股票，因为客户从心理上厌恶下跌的股票。

如果客户在 30 美元买了，然后跌到 25 美元，经纪人不会打电话问客户想不想在 25 美元再买一些。接着，这股票又跌到了 20。经纪人一般不会让你继续买入，尽管这其实是好事，许多外行会非常紧张。

经纪人会想从 30 跌到 20，客户就亏了三分之一的钱。要是再回到 30，经纪人却可能给客户打电话说跌了很多的股票涨回来了，问他们要不要卖出。

我可不愿意涨到成本价就卖出。很多时候，我是因为股票在下跌才买，它们陷入了困境。有可能的话，我觉得最好能赚 50% 的利润。问题是一只股票 30 买的，涨到了 50，如果是长期收益，我可能就会卖出。

这只股票可能会涨到 200，我遇到过这种情况，对这种错误不要太在乎。我真是不想亏钱，所以我不喜欢负债。

Q：如果股票下跌了，你如何判断是不是价值陷阱，股价会不会涨回来？

施洛斯：我喜欢价格低于净资产的股票，我还喜欢负债很少的股票。

债务会让人麻烦缠身，许多人深陷巨额债务无力偿还，最后只能破产。借钱让我很忧虑。人们忘了债务会带来很多麻烦，你要尽可能避免债务。

如果买了一家公司，你查看它的资产负债表，除了看《价值线》，还要读年报，查看资产负债表的情况，了解公司的历史。你可能会发现公司现在有问题，问题的原因是它的产品不太好。如果是这种情况，你可能不会买这家公司。

不过我觉得如果股价大大低于净资产，公司过去 20 年的业绩良好，你就会有一定的信心，特别是如果债务很低，并且管理层本身持有相当数量的股票。

Q：给我们讲讲安全边际吧。

施洛斯：我觉得安全边际是净资产远高于市场价格。有这样的安全边际不能保证你的判断正确，不过我就是觉得有实在的东西在那，要是价格低到一定程度，就会有人收购这家公司。

管理层本身有意愿把公司经营好，你和管理层的利益并不冲突。管理层也想成功，你和管理层实际上是站在一边的。但是由于某些原因，公司陷入了困境。比如公司由于原料质量问题遭到诉讼，因此陷入麻烦，这样的事情总是在所难免。所以尽量不要买因为产品质量问题可能遭到诉讼的公司，例如医药企业。

Q：本·格雷厄姆强调在投资中要控制情绪。我想知道你过去是否因为没控制住情绪而做出过糟糕的决定。如果是，能否给我们讲讲。如果没有，能否告诉我们在投资中如何控制情绪？

施洛斯：格雷厄姆讲过这个问题，我投资股票尽量不受情绪影响。我不和管理层交流的原因之一就是管理层非常善于把希望你看到的一面展现出来，我不善于看人。

沃伦·巴菲特看人看得很准，他能很准确地判断一个人是好是坏，所以他喜欢和人打交道。我觉得投资时要尽可能不受情绪影响，分析判断问题要按逻辑来，不能按自己的喜好判断。



举个例子，电动汽车是很了不起，但是现在的电动汽车还是离不开汽油。将来有一天，有人会发明出真正的电动汽车，一定会大获成功。不过我不愿意因为将来有人会发明真正的电动汽车而买入一家汽车公司。我宁愿买公司当下的现实，而不是未来可能的预期。

Q：所以从根本上说你不愿意投机，而是喜欢投资更熟悉、历史业绩好的公司。

施洛斯：我想是这样。我尽量不受情绪的影响。

很久以前，沃伦·巴菲特给我讲过一件有意思的事。他有意识地控制自己的情绪，他的做法是一次次地进行考验。

美国广播公司 (American Broadcasting Company)，也就是现在的 ABC 公司，当时的股价大概是 30 美元，具体我记不清了。沃伦告诉一个经纪人：“我要买 10 万股，我的出价是 29，要是 29 买不到，明天就只出 28。”

果然，第二天那个经纪人打电话给沃伦说：“沃伦，现在你可以在 29 买到 10 万股了。”沃伦回答说：“不行，今天我出 28。”

我可能就做不到，我觉得我控制情绪的能力没有沃伦强。沃伦说最后他以 26 美元买到了这只股票，这就是控制情绪，控制情绪的重要性，出价高低的重要性。

我觉得要买一只股票，给个价格就完了，不用看行情是涨了一个点还是跌了一个点。你已经定好了出价，甚至可以给一个固定的价格，不让经纪人更改，这可能对你有好处。

Q：我想知道你愿意以合理的价格买入一个好公司，还是愿意以超低的价格买入一般的公司。

施洛斯：这个问题问得好。我不愿意在我认为合理的价格买好公司。我不是不愿意买好公司，只是我想在打折的时候买。我想赚钱，不想亏钱。

有时候人们非常紧张，你可以在不错的价格买到好公司。这不能一概而论，每个公司都不一样。要是想赚钱，买入的价格最好能保证会上涨 50%。买入的股票涨起来可能要几年时间，一定要有耐心等待这一天。

早在 1951 年，有个人找到我说有家公司值得关注。巴泰尔科研中心

(Battelle Institute) 是专门分析其他公司的，它认为有家公司掌握了可以生产复印机的技术，说这家公司很有潜力，当时股价是 20 左右。

我找到格雷厄姆对他说这家公司有个新产品，是复印机。格雷厄姆告诉我：“沃尔特，我们不买这样的股票。”当然了，这家公司就是施乐 (Xerox)，后来涨了很多。

我唯一的安慰是反正如果它从 20 涨到 50，格雷厄姆-纽曼就会卖掉。后来经过复权，它涨到了一两千美元。

不过，格雷厄姆是对的，你当时不知道那个产品后来会大获成功，唯一知道的就是巴泰尔科研中心看好，所以我在投资时想的是怎么不亏钱。为了不亏钱，最好买陷入困境的股票。

股市的表现经常情绪化，人们的行为也经常情绪化，坏消息让人忧虑。你应该避免情绪的影响，买卖股票不能受情绪左右。如果你给别人管钱，就承担着责任，更不能亏钱。

我们的做法是从来不告诉有限合伙人我们买了什么股票。要是我们说出来，首先，别人也会买，成为我们的竞争对手。

以前有个客户对投资感兴趣，他问我：“你要是把我们的钱卷走跑到巴西怎么办？”我说：“我不会这么做，你要是不放心，就别让我们管钱。”

还有一次，有个客户对我说：“沃尔特，我实在想知道我们买了什么股票。”他是个老年人，我就告诉他我们买了一些宾州铁路 (Pennsylvania rail roads) 的破产债券，其实这只债券后来表现很好。他说：“不行，我不能和你合伙了，我太失望了。”于是我们就结束了合伙关系。

人的行为受情绪影响，要是客户知道我们买了什么股票，他们发现这些股票自己不喜欢，就会打电话来询问为什么要买。我不愿意听别人抱怨，客户让我管钱是就是信任我。许多对冲基金都不透露自己的持股情况。

Q：你认为成功的价值投资者必不可少的三个性格特征是什么？

施洛斯：我觉得是要沉着冷静，做事不能太情绪化，要理性。要是投资股票受情绪左右，判断力会受影响。

本·格雷厄姆就很理性。他不愿意和公司交流，认为这会影响自己的情绪。不同的人有不同的能力。如果你逻辑思维强，可以和公司管理层会面交谈。要是你对管理层有好感，就可能因为对管理层放心，情绪受到影响，觉得可以买入股票。

这方面我不擅长，我就只买我觉得便宜的股票，还要看人怎么样，我觉得看公司的年报也很有用，读年报，看看和自己想的是不是一样，了解过去多年的业绩情况。

如果你发现一家公司表现低迷，一般是因为公司的盈利出了问题。人们喜欢赚钱，要是公司陷入困境，可能就不愿意要它的股票。换个角度来看，问题可能是暂时的，不是长久的。

我认为人确实是情绪化的，连给别人提供建议的人也不喜欢陷入困境的公司，人们都躲得远远的，其实这样的公司可能是很值的。

还是那句话，要控制住情绪，要看事实。不一样的人做事的方式也不一样。我不喜欢那些在股价便宜时买入，然后把公司清盘关闭来赚钱的人，我做不来。

我希望公司取得成功，这么多年来，许多我卖了的股票后来都涨了很多。我不会后悔说本来可以赚那么多钱却没赚到。卖就卖了，卖了之后继续找别的。我觉得情绪和成功与否有很大关系。

Q：《福布斯》杂志的文章中说你经历过 17 次经济衰退，我想知道，你认为下次衰退和以前的衰退会有什么不同吗？

施洛斯：我从来不考虑经济会怎么样，我刻意避开这些东西。要是你问我，我也不知道。

我相信政府官员不希望经济衰退，这对他们没好处，他们会想办法解决的。我买股票就看它值多少钱，不考虑经济会怎么样，这很省心。

Q：你觉得经济衰退时是买股票的好时机吗？更容易找到便宜的股票吗？

施洛斯：可能会有机会。我的看法是只要股票便宜，就没什么可担心的，但是由于这样或那样的原因，人们受情绪左右了，这时就是买股票的好机会，要抓住这样的机会。

不过，我认为不要试图猜测市场走向或者预测未来。最好就是买入你觉得很值的公司，然后就等着，也许等的时间会比较长，但是省事很多。不要想着股市会怎么样，经济会怎么样。

Q：我想问的是你觉得近些年来市场是不是更有效了，管理层更换频繁，值得买入的公司更难找了？

施洛斯：问得好。有个有效市场理论，认为所有股票的价格都是合理的。我觉得作为分析师，我们要发现差异，研究为什么有的股价高、有的股价低。

我喜欢买那些所在行业陷入困境的公司，这时候就有机会。有些公司是好公司，有些不太好。要是行业陷入了困境，我们就研究这个行业里的公司，可能会发现值得买的。

现在的证券分析师太多了，竞争比以前更激烈。不过，我认为就算分析师也不情愿买入下跌的股票。有时候，最好就是下跌时买入，我们就这么做，在下跌的过程中买入，在上涨的过程中卖出。

我觉得唯一的问题就是知道什么时候卖比什么时候买难多了。

我们是给别人管钱，承担着责任。我敢说 I 从来没结交过犯法的人。有些人总是想占别人的便宜，在和别人打交道时，你要是觉得对方，怎么说呢，不能说不道德，但就是让你心里不舒服，就不要和他们打交道，这样没那么多事儿。

无论是在华尔街，还是在别的地方，都有人想占你的便宜。你要讲道德，不做亏心事，不怕鬼敲门。不知道这个建议有没有用，不过我觉得有道理。

Q：施洛斯先生，请问如何在行业之间分散投资，还有在股票和债券之间分散投资。

施洛斯：提到行业，这是个很有意思的话题。我其实不知道。这么说吧，我不会投资电脑行业，因为我不懂。我岁数大了，搞不懂。我知道这个行业将来前景很好，但就是不知道怎么分析这个行业，所以还是不碰微妙。

我没投资过电脑行业的股票，这不是说这些股票不好。要是你了解电脑行业，你可能会发现有的股票比其他股票更值得买。

不过这是个瞬息万变的领域，我更喜欢金宝汤（Campbell Soup，美国的

罐头汤生产商)这样的公司,我不是说建议你买金宝汤。金宝汤公司有很长的历史,和投资新兴行业公司相比,我更喜欢投资这样的公司,不过这还是分人。

(另一个问题)通货膨胀一年比一年厉害。人们想要更多,政府也想要更多,他们就会借债,导致通货膨胀。买债券,除非是高利息的债券,永远也赚不了多少钱,只能获得不错的利息收入。

我还是更愿意持有股票,股票有成长性。你看,很少有人是因为持有债券而发家的。有些人可能继承了债券,但不是通过债券赚的钱。

从股票上你可以做到,只要你路子对,就会很成功。我觉得股票适合你们年轻人,建议你们关注股票,而不是债券,债券是老年人的。这就是我的看法。

Q: 谢谢,能不能讲讲你在 50 年代作为年轻的基金经理筹集资金的经历?

施洛斯:我不是非常主动地去四处奔走。我给大家讲一个沃伦·巴菲特的小故事。

格雷厄姆决定退休并关闭格雷厄姆-纽曼后,沃伦离开了格雷厄姆-纽曼。他去拜访马路对面的邻居,那家有夫妻二人和四个子女。

沃伦说:“我可以帮你们打理投资”。这家的女主人对男主人说:“这怎么行,怎么能把钱给这么年轻的人管理,他才 20 岁左右。”于是,他们没接受沃伦的建议。

这家的男主人就是唐纳德·奇奥 (Donald Keough),后来成了可口可乐的总裁。我在聚会上见过他的妻子,她总是想起这件事,说当时巴菲特那么年轻,却要给他们管理投资,她觉得不靠谱。

所以说,你在自己单干之前,可能最好先给别人打工,积累一些经验。以后要是你自己有钱,或者家人有钱让你管理,再积累一些经验。

我在这方面很幸运。1932 年的经济危机让人们吃尽了苦头,人们很多年都忘不了。我记得那时有个人对我说:“你怎么能成立基金呢?你没看道琼斯指数经济危机之前最高点是 381 点,现在都 400 点了。你怎么能这时候成立基金呢?”

我说:“有人愿意投钱,正好赶到这了。”人的记性是很好的,要想留住客户,

首先要看价值，其次要是你的家人有钱，可能会让你管一段时间，你就能感觉一下或者了解自己行不行。

成立一个基金是很难的，特别是不能亏了别人的钱。要是你喜欢数学，喜欢投资，我觉得你没问题，就是要控制自己的情绪。

Q：你最大的错误是什么？

施洛斯：我犯过的错误？不记得了。我们不怎么亏钱，所以我几乎记不住了。

有时候，我们确实会买很多只股票，因为在一只股票上投的钱太多，我会很不安。大多数时候，我们大概有 100 只股票，这样我们的投资非常分散。

这样吧，我给你们举个例子。我连公司的名字都忘了。我买这个股票时股价是 2 美元左右，持有了很长时间。这家公司生产军工用品。大股东有 80% 的股份，想要以 7 美元的价格收购其他所有股份。

当时公司的营运资金是每股 10 美元。我持有的股票不多，大概 10 万美元左右，我反对大股东收购。有个律师说：“我可以处理这件事，我不收你的钱，我就是想阻止他。”

这位律师就提起了诉讼，起诉大股东要约收购的方式有问题，他在纽约州的法院胜诉了。这个大股东在纽约州的高级法院提出上诉，最后以 3 票对 1 票胜诉。

这个大股东对我一个做保险的朋友说，要告我骚扰。我就持有 10 万美元的股票，要遭到骚扰的起诉。我不想惹这个麻烦，就卖给他了。

后来，就按照他提出的 7 美元成交的。当然了，当时里根政府上台了，军工股大涨，我想这个大股东一定赚了不少。从心理上讲，我不愿意惹官司，有些人不当回事，不过我觉得很不舒服。

我其实不是总把做错的事放在心上，要是卖了的股票后来涨了很多，我也不去想。我觉得我最不想犯的错误就是和不太道德的人打交道。

有个人公开出售一家公司的股份，但是没在证券交易委员会（SEC）注册。虽然他被抓起来了，但是赚了几百万，出狱后过着奢华的生活。这个人虽然从股市里赚钱了，但我不想和这样的人打交道。我们要和好人来往。不过，我真不知

道我最大的错误是什么。

Q：你觉得亚洲的投资环境怎么样？特别是正在进行工业革命的中国。

施洛斯：对这个问题，我的观点很明确。我不买外国公司，这不包括加拿大，我买过一些加拿大的公司。

总的来说，我希望得到保护。我觉得世界上大多数国家没有美国这样的证券交易委员会，很难判断它们的上市公司。有些公司，内部人士知道的消息更多，他们会利用内幕消息交易。

我宁愿买美国公司，因为我了解美国公司。我不了解外国公司，包括中国的公司。不了解的话，我买了会很不放心。

巴西就是个很好的例子。巴西把一家美国石油公司收购了，他们想收购就收购。买股票能得到保护，我才觉得放心。

我也不买欧洲的公司，因为我不了解，特别是它们的年报是德语或法语的。我还是倾向于买美国公司，这不是说我就是对的，只是因为我了解才放心，不了解就不放心。

Q：你前面讲到了知道何时退出一笔成功的投资很难。能不能给我们讲一个你做得很成功的一笔投资。怎么才能知道什么时候卖出？你是所有的一起卖出，还是在上涨过程中分批卖出？

施洛斯：问得好。我想说我不知道什么时候卖出。我觉得，基本上一只股票 50 买的，涨到 100 了，就比较脆弱了，我可能会卖出，因为已经翻倍了，我不想操心。

不过，我们是分批卖出，最好不要在一个价位全部卖出。我可能会在 85 卖出一部分，具体要看持有了多长时间。我们一般持股三年左右，不频繁买卖。

我们买的时候对持股多长时间大概心里有个数，持有等待的时候就读财报，跟踪公司发展的怎么样。我喜欢赚钱，但我没有一个公式说要是从 50 涨到 100 就卖了。

持股期间要观察，要知道，股票也会下跌，涨得太高就比较脆弱了。50 买的，涨到 100，你说我不卖，然后又跌到 50，你就会觉得自己很傻，没赚到钱。

所以，我一般在上涨的过程中卖出。

Q：根据你的经验，一只股票最多可以占多少仓位？

施洛斯：这要看你有多少钱，或者希望在一只股票上投多少钱。我习惯分散投资，我过去持有 100 多只股票，这样一只股票上占的资金不会太多。

这么说吧，要是一只股票非常值，你真的非常看好，可以投入 20% 的资金，我不会超过 20%。必须要限制投入的资金量。如果管理别人的资产，最好不要搞得那么紧张，可能降低比例，投入 10%。具体还是要看对自己的判断有多少信心。

另外我觉得还有一个问题不能忽略，这就是如果你感觉整个社会都疯狂了，例如科技股泡沫的时候，人们把科技股炒到了天上，这时候就很危险。

我读过一本珀金斯先生 (Perkins) 写的书，他在书里讲的是泡沫。我觉得他说得有道理，于是我就做空了几只股票。我一般不做空，因为我觉得做空的感觉很难受，做空是拿本金冒险。

不过，珀金斯的书写得不错。本·格雷厄姆 1951 年第三版的《证券分析》也绝对是本好书，建议大家读一读。

Q：时间差不多了。我想再问你最后一个问题。在过去 50 多年里，你在投资和生活中获得的最重要的经验是什么？

施洛斯：我觉得最重要的是诚实。只要诚实，很多问题都迎刃而解。不知道你对这个回答是否满意。我从诚实中得到很多好处。不做亏心事，不怕鬼敲门。